

信用评级公告

联合〔2022〕1753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主体及其拟发行的 2022 年度第六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 2022 年度第六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

二〇二二年三月十七日

珠海华发集团有限公司

2022 年度第六期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 5 亿元
(含 5 亿元)

本期中期票据期限：3+N (3) 年，在公司
依据发行条款的约定赎回时到期

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：偿还存量债务本金及利息

评级时间：2022 年 3 月 17 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

评级观点

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”）是珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为四大核心业务，商贸服务、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、有息债务快速增长、债务负担重等因素对其信用水平带来的不利影响。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱。公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行后长期债务的保障能力尚可，考虑到公司的区域竞争优势，其融资渠道畅通，资产质量良好，本期中期票据发行后，公司整体偿债能力仍极强。

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发展环境。2021 年 11 月，根据《珠海市国资委关于对华发集团增加资本金的通知》（珠国资〔2021〕357 号），珠海市国资委将以货币资金形式向公司增加资本金人民币 158 亿元。2021 年 11 月 4 日，公司已收到首次出资款 80 亿元，资本实力有所提升。未来受益于粤港澳大湾区城市群发展等一系列国家级支持政策的叠加、公司土地一级开发和房地产项目的逐步推进、金融板块和产业投资板块的稳步发展，公司综合竞争力有望进一步巩固。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以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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

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

分析师：闫 力

张梦苏

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

优势

- 外部发展环境良好。**近年来，珠海市经济水平和财政实力不断增强；2020 年，珠海市实现地区生产总值 3481.94 亿元，同比增长 3.00%；实现一般预
- 产业及区域竞争优势明显。**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、金融产业和产业投资等核心业务稳居珠海市首位。
- 营业收入快速增长，投资收益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；2018—2020 年，公司实现投资收益分别为 18.24 亿元、21.73 亿元和 22.51 亿元，对公司利润形成良好补充。

关注

- 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调控政策影响，收益实现具有一定不确定性。
- 公司存在较大资本支出压力。**截至 2021 年 6 月底，公司城市运营板块主要在建项目总投资 679.26 亿元，尚需投资 301.09 亿元，存在较大资本支出压力。
- 有息债务快速增长，整体债务负担重。**随着地产业务及金融板块对外投资规模不断扩张，公司有息债务规模快速增长，年均复合增长率为 30.67%；截至 2021 年 6 月底，公司全部债务资本化比率为 64.11%。
- 母公司权益稳定性弱，债务负担很重。**截至 2021 年 6 月底，母公司所有者权益 299.29 亿元，其中其他权益工具（永续债）251.71 亿元，母公司实际债务负担很重。
- 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积等特点；**一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产(亿元)	477.64	645.43	856.40	1,047.65
资产总额(亿元)	2,826.17	3,618.40	4,877.83	5,505.94
所有者权益(亿元)	860.58	1,070.67	1,342.73	1,416.65
短期债务(亿元)	630.69	629.07	862.82	888.53
长期债务(亿元)	683.05	965.77	1,380.47	1,641.59
全部债务(亿元)	1,313.73	1,594.84	2,243.29	2,530.13
营业收入(亿元)	532.79	792.69	1,091.90	625.24
利润总额(亿元)	56.16	73.67	79.30	50.05
EBITDA(亿元)	82.86	101.66	116.73	--
经营性净现金流(亿元)	110.62	218.28	306.65	219.74
现金收入比(%)	122.11	122.08	113.04	144.09
营业利润率(%)	16.77	14.35	11.22	13.31
净资产收益率(%)	4.73	4.72	4.13	--
资产负债率(%)	69.55	70.41	72.47	74.27
全部债务资本化比率(%)	60.42	59.83	62.56	64.11
流动比率(%)	182.43	190.99	186.69	186.26
速动比率(%)	62.40	71.05	70.15	75.28
经营现金流动负债比(%)	8.69	13.87	14.33	--
现金短期债务比(倍)	0.76	1.03	0.99	1.18
全部债务/EBITDA(倍)	15.86	15.69	19.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.19	1.36	1.09	--
公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额(亿元)	301.61	434.27	714.15	928.54
所有者权益(亿元)	87.22	128.29	285.31	299.29
全部债务(亿元)	210.77	300.35	418.85	568.13
营业收入(亿元)	0.89	1.68	1.40	1.01
利润总额(亿元)	1.40	8.19	9.10	-4.20
资产负债率(%)	71.08	70.46	60.05	67.77
全部债务资本化比率(%)	70.73	70.07	59.48	65.50
流动比率(%)	103.81	101.23	81.95	87.89
经营现金流动负债比(%)	-65.99	1.98	0.76	--

注：2021 年上半年度财务报表未经审计；其他流动负债中有息部分已计入短期债务计算；合并口径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已计入长期债务计算；2018-2021 年 6 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 91.80 亿元、131.91 亿元、230.30 亿元和 251.71 亿元，未纳入有息债务核算；因口径调整，部分财务指标较此前披露数据有所差异

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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	2022/03/07	闫力、张梦苏	城市基础设施投资企业信	阅读全文

				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	
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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受珠海华发集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（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，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

珠海华发集团有限公司 2022 年度第六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”）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”）。2021年8月5日，根据《广东省人民政府关于印发广东省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（粤府〔2020〕10号）和《广东省财政厅广东省人力资源和社会保障厅广东省人民政府国有资产监督管理委员会关于划转部分国有资本充实社保基金有关事项的通知》（粤财资〔2020〕78号）要求，珠海市国资委同意划转华发集团股权的10%至广东省财政厅，本次股权划转事项已完成工商变更登记。2021年11月，根据《珠海市国资委关于对华发集团增加资本金的通知》（珠国资〔2021〕357号），珠海市国资委将以货币资金形式向公司增加资本金158亿元。2021年11月4日，公司已收到首次出资款80亿元，其中3.02亿元作实收资本入账，溢缴部分76.98亿元充实资本公积。上述增资已于2021年11月底完成工商变更。截至2021年11月底，公司实收资本为14.22亿元，其中珠海市国资委出资13.10亿元，持股92.13%；广东省财政厅出资1.12亿元，持股7.87%，公司实控人仍为珠海市国资委。

公司成立至今已有四十年历史，已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、现代服务等为综合配套的“4+2”经营格局。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2021年6月底，公司拥有纳入合并范围的子公司816家，其中包括6家上市公司，分别为①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”，2021年6月底公司直接和间接合计持股比例28.49%）、②华发物业服务集团有限公司（前身为“华金国际资本控股有限公司”，股票代码：0982.HK，2021年6月底公司间接持股比例36.88%，以下简称“华发物业服务”）、③香港庄臣控股有限公司（股票代码：01955.HK，以下简称“庄臣控股”，2021年6月底公司间接持股比例44.25%），通过珠海华发实业产业投资控股有限公司（以下简称“华实控股”）合并④深圳市维业装饰集团股份有限公司（以下简称“维业股份”）、⑤珠海光库科技股份有限公司（以下简称“光库科技”）和⑥华灿光电股份有限公司（以下简称“华灿光电”）；同时参股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”，2021年6月底公司间接持股比例28.46%）。

截至2021年11月底，公司本部内设战略发展中心、运营管理中心、战略投资管理部、科技创新中心、资金管理中心、人力资源管理中心、信息管理中心、财务管理中心、内控管理中心、品牌管理中心、审计部和总务部等职能部门。

截至2020年底，公司资产总额4877.83亿元，所有者权益1342.73亿元（含少数股东权益816.00亿元）；2020年，公司实现营业收入1091.90亿元，利润总额79.30亿元。

截至2021年6月底，公司资产总额5505.94亿元，所有者权益1416.65亿元（含少数股东权益861.95亿元）；2021年1—6月，公司实现营业收入625.24亿元，利润总额50.05亿元。

公司住所：珠海市拱北联安路 9 号；法定代表人：李光宁。

二、本期中期票据概况及条款分析

1. 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)DFI 44 号”《接受注册通知书》。现公司计划在该注册框架下发行 2022 年度第六期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模不超过 5.00 亿元（含 5.00 亿元），募集资金拟用于偿还公司存量债务本金及利息。本期中期票据无担保。

2. 本期中期票据条款分析

本期中期票据在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

本期中期票据期限为 3+N（3）年，在公司依据发行条款的约定赎回时到期。根据发行条款，每个票面利率重置日为赎回日；每个赎回日公司均可按照面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

如公司选择赎回，则于赎回日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

债券利率及其确定方式

前 3 个计息年度的票面利率通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。前 3 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差。自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。如公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

递延支付利息选择权

除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，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，且不受到任何利息递延支付次数的限制；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。

如公司选择利息递延支付，则于付息日前 10 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。

公司（母公司）有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：1、向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）；2、减少注册资本。

在本期中期票据付息日前 12 个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起 2 个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司（母公司）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：（1）向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）；（2）减少注册资本，公司承诺不存在隐形强制分红情况。

持有人救济条款

如发生强制付息事件时公司仍未付息，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、联席主承销商自知悉该情形之日起按勤勉尽责的要求召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

清偿顺序

本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）从清偿顺序角度分析，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

（2）本期中期票据若不赎回，则从第 4 个计息年开始每 3 年重置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，公司在本期中期票据赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

(3) 除发生强制付息事件，公司可选择递延利息支付且递延利息次数不受限制；本期中期票据的发行条款对利息支付的约束力较弱。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序方面等同于公司普通债务；同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱；若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。此外，公司一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，中国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定

力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年中国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90% 和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年中国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08% 和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017 - 2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同

期为基期计算的几何平均增长率，下同。

一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年中国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑中国出口高增长。2021 年，中国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币

贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50%左右的调控目标。2021 年全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民

消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022年中国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021年12月，中央经济工作会议指出中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出2022年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022年中国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022年中国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

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，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：联合资信综合整理

2. 房地产行业

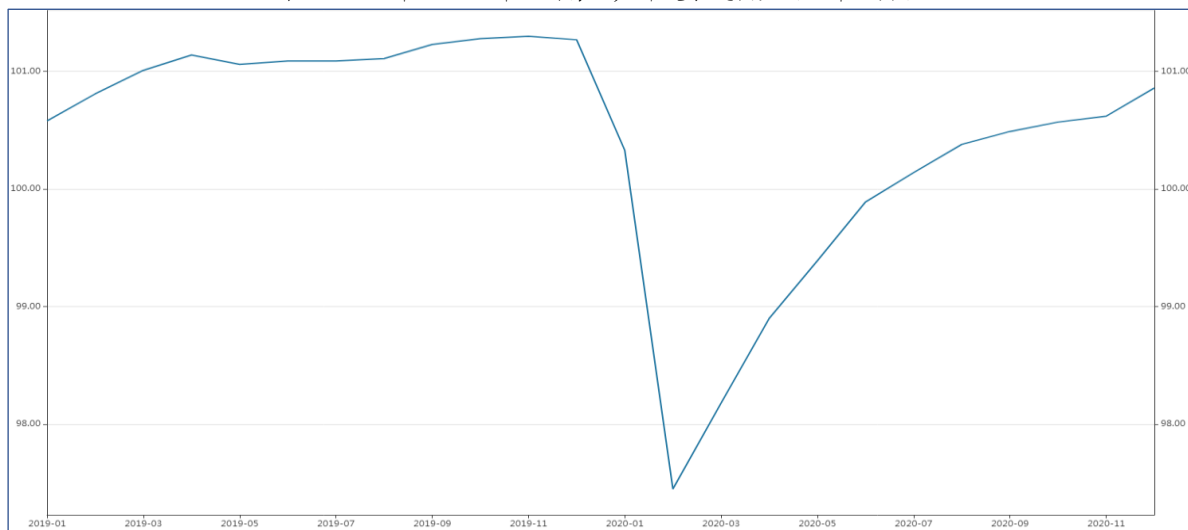
(1) 房地产行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

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。2020年初，新冠肺炎疫情导致房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。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1 2019 年 - 2020 年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, 2020 年, 全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元, 累计同比增长 7.00%, 增速较 2019 年下降 2.90 个百分点, 整体增速仍维持高位。其中, 住宅开发投资完成额 10.44 万亿元, 累计同比增长 7.6%, 增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点; 办公楼完成投资额 0.65 万亿元, 累计同比增长 5.4%, 增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点; 商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元, 累计同比下降 1.1%, 相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面, 2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响, 整体施工进度有所放缓。具体来看, 2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米, 同比下降 1.20%, 其中一季度新开工面积大幅下滑, 随着复工复产的持续推进, 新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看, 2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米, 同比增长 3.70%, 增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点; 同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米, 同比下降 4.90%。

从销售情况来看, 2020 年, 商品房销售面积 17.61 亿平方米, 同比增长 2.60%。其中, 住宅销售面积 15.49 亿平方米 (占 87.96%), 同比增长 3.20%, 增速较 2019 年增长 1.70 个

百分点。2020 年, 商品房销售金额为 17.36 万亿元, 同比增长 8.60%, 增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中, 住宅销售金额 15.46 万亿元, 同比增长 10.80%, 增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

(2) 土地市场与信贷环境

2020 年初, 受新冠肺炎疫情的影响, 土地市场降温明显, 4 月起明显回升, 房企到位资金增速较 2019 年基本持平, 但仍处近年以来的低位; 资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面, 2020 年, 房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米, 同比下降 1.10%; 土地成交价款 17268.83 亿元, 累计同比增长 17.40%, 基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响, 一季度土地成交大幅下降, 随后持续走高。2020 年 1—3 月, 土地市场极为冷清, 累计土地成交价款 977.49 亿元, 同比下降 18.10%; 4 月开始随着房地产市场的逐步回暖, 土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看, 2020 年, 房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元, 同比增长 7.60%, 增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中, 国内贷款合计 2.67 万亿元, 同比增长 5.74%, 国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点;

自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比

来看，仍以定金及预收款（占 34.46%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

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”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策。

表 4 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

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，房地产信托等非标融资渠道受限；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。

3. 区域经济环境

珠海市经济水平和财政实力持续增强，享有独特的政策优势；随着粤港澳大湾区正式列入国家经济发展战略，港珠澳大桥的开通以及深珠城轨的建设，珠海市面临重要的发展机遇，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，享有独特的政策优势。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。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。

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》，2018—2020 年，珠海市分别实现地区生产总值（GDP）2914.7 亿元、3435.9 亿元和 3481.9 亿元，同比增速分别为 8.0%、6.8% 和 3.0%。分产业看，2020 年珠海市第一产业增加值 60.0 亿元，增长 1.6%，对地区生产总值增长的贡献率为 0.9%；第二产业增加值 1510.9 亿元，增长 1.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 29.4%；第三产业增加值 1911.1 亿元，增长 4.1%，对地区生产总值增长的贡献率为 69.7%。三次产业的比例为 1.7:43.4:54.9。

2018—2020 年，珠海市固定资产投资规模

持续扩大。2020 年，珠海市完成固定资产投资 2230.4 亿元，比上年增长 13.1%。其中，房地产开发投资 1075.8 亿元，增长 20.4%。分产业看，第二产业投资 343.4 亿元，增长 18.1%；第三产业投资 1883.3 亿元，增长 12.1%。工业投资 345.2 亿元，增长 18.4%，工业投资中的制造业投资 233.4 亿元，增长 16.8%。

2018—2020 年，珠海市分别实现一般公共预算收入 331.5 亿元、344.5 亿元和 379.1 亿元，同比增速分别为 5.4%、3.9% 和 10.1%。2020 年，珠海市实现税收收入 296.7 亿元，增长 4.5%，占一般公共预算收入的比重为 78.3%，收入质量较好。同期，珠海市一般公共预算支出 677.6 亿元，增长 10.0%；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。2018—2020 年，珠海市分别实现政府性基金收入 333.1 亿元、433.7 亿元和 563.8 亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 11 月底，广东省财政厅持有公司 7.87% 的股权，珠海市国资委持有公司 92.13% 的股权，公司实际控制人为珠海市国资委。

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企业集团之一，以城市运营、房地产开发、金融服务和产业投资为核心业务，在经营规模、品牌影响力和多元化发展等方面具有显著优势。

公司是珠海市国有资产授权经营并重点发展的企业集团之一。根据《珠海市人民政府关于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“珠海华发投资控股集团有限公司”，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。公

司系由珠海市国资委履行出资人职责的珠海市区属龙头企业，城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务板块居珠海市第一。2021 年 11 月，根据《珠海市国资委关于对华发集团增加资本金的通知》（珠国资〔2021〕357 号），珠海市国资委将以货币资金形式向公司增加资本金人民币 158 亿元。2021 年 11 月 4 日，公司已收到首次出资款 80 亿元，其中 3.02 亿元以实收资本入账，76.98 亿元计入资本公积。上述增资已于 2021 年 11 月底完成工商变更，公司资本实力有所提升。

公司已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、现代服务等为综合配套的“4+2”业务格局。

公司城市运营业务和商贸服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”），其中城市运营业务主要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”）、华发物业服务及庄臣控股负责；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；产业投资业务主要由华实控股负责运营。

3. 人员素质

公司员工整体文化素质、专业及年龄构成能够满足公司经营发展需要。

截至 2021 年 6 月底，公司共有高级管理人员 14 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 2021 年 6 月底，公司拥有在职员工共 22728 人。从教育程度来看，硕士研究生及以上人员占比 11.40%，本科人员占比 38.65%，大专及以下人员占比 49.95%。从年龄构成来看，30 岁及以下员工占比 34.02%，31~50 岁占比 57.64%，50 岁以上占比 8.33%。从专业构成来看，管理、专业及支持类占比 55.60%，技能操作类人员占比 44.40%。

4. 企业信用记录

公司历史履约情况良好。

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》，截至 2022 年 2 月 8 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，上述款项均已正常收回。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 3 月 17 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司建立了规范的法人治理结构和较为全面的内部管理制度，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》。

公司设置股东会，由珠海市国资委和广东省财政厅组成，行使股东会职权并承担相应义务；广东省财政厅将除增减公司注册资本外的其他权利委托给珠海市国资委全权行使，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报批事项、发行债券、国有产权变动等职责。

公司设董事会，由 9 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，可设置副董事长，由珠海市国资委任命。董事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。董事会对股东会负责，行使执行股东会决定并向股东会报告工作，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，对股东会负责，履行监督检查企业贯彻执行有关法律、行政法规、部门规章、国资监管制度和股东会意见的情况，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。截至本报告出具日，公司原监事会主席已被免职，当前监事会成员共 4 人，未满足《公司法》关于国有独资公司中监事会成员不能少于 5 人的要求，公司存在监事会成员缺位的情形，可能对公司的管理机制、决策机制和监督机制造成影响，给公司治理和经营管理带来一定风险。

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》（以下简称“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。

资金管理方面，华发股份独立运作，非上市公司垂直化管理由公司的资金部门管控，资金归集按照不同监管部门要求做不同的管理。公司制定了《珠海华发集团有限公司资金内部调拨操作办法的通知》，本办法适用于集团公司及全资子公司、控股子公司（不含上市公司）。资金调拨依据公司资金管控小组审批通过的月度资金预算执行，预算单位负责统计本单位经营类及投资类预算，融资类预算由资金管理部负责统计。公司实行预算内用款优先支付，超过等值本币 100 万的同名账户间资金调拨由

资金管理部发起，100 万元（含）以内的同名账户间资金调拨由财务部发起，超过 100 万元的资金调拨，须提交集团公司总经理审批；非同名账户间的资金调拨由资金管理部发起。

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、重大事项

1、收购华灿光电股份

公司全资子公司华实控股通过定增及协议转让方式控股华灿光电。

2020 年 10 月 16 日，华灿光电收到中国证券监督管理委员会《关于同意华灿光电股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可[2020]2575 号）的核准，同意其向包括华实控股在内的五名特定投资者发行股票的注册申请。新增股份于 2020 年 12 月 18 日上市，华实控股获配价格为 10.13 元/股，累计认购金额为 13.10 亿元。通过此次定增，华实控股持有华灿光电 10.43% 的股份。

2021 年 1 月 22 日，华灿光电披露了《关于公司股东签署<股份转让协议>的提示性公告》（公告编号：2021-004），Jing Tian I、Jing Tian II、Kai Le 和上海灿融创业投资有限公司（已更名为“上海灿融实业有限公司”，以下简称“上海灿融”）与华实控股签署的《关于华灿光电股份有限公司之股份转让协议》，Jing Tian I、Jing Tian II 和 Kai Le 将其持有的华灿光电共计 159,088,014 股股份（其中 Jing Tian I 持有 113,400,000 股、Jing Tian II 持有 9,264,375 股、Kai Le 持有 36,423,639 股）转让予华实控股，交易对价为 11.63 元/股，总对价为 18.50 亿元；上海灿融于 2021 年 1 月 22 日与华实控股签署了《关于华灿光电股份有限公司之股份转让协议》，将其持有的华灿光电 20,000,000 股股份转让予华实控股，交易对价为 11.63 元/股，总对价为 2.33 亿元。若本次权益变动全部完成，华实控股将通过直接持股的方式合计持有华

灿光电表决权的股份数量为 308,406,868 股，占华灿光电总股本的 24.87%，为其第一大股东。本次交易转让股份的过户登记手续已于 2021 年 3 月 26 日完成，本次权益变动不涉及要约收购，上述交易无业绩承诺。2021 年 5 月 9 日，华灿光电公告《关于公司控股股东和实际控制人变更的提示性公告》显示，华实控股为华灿光电控股股东，华灿光电实际控制人为珠海市人民政府。

华灿光电从事化合物光电半导体材料与器件的研发、生产和销售业务，主要产品为 LED 外延片及全色系 LED 芯片，为国内第二大 LED 芯片供应商，国内最大显示屏芯片供应商。截至 2020 年底，华灿光电资产总额 110.34 亿元，所有者权益 63.08 亿元；2020 年，华灿光电实现营业收入 26.44 亿元，利润总额 0.17 亿元。

2、收购维业股份股权

华实控股通过协议转让方式完成收购维业股份 29.99% 股权实现控股。

维业股份控股股东深圳市维业控股有限公司（以下简称“维业控股”）、实际控制人张汉清先生与华实控股于 2020 年 4 月 3 日签署了《股权收购协议》，并于 2020 年 6 月 12 日签订了《股权收购协议之补充协议》。根据上述协议，维业控股通过协议转让的方式将其合计持有的维业股份 62,411,589 股（占总股本的 29.99%），按照 11.5381 元/股的价格协议转让给华实控股，转让对价总金额为人民币 715,742,344 元。维业控股、张汉清先生及其一致行动人张汉洪、张汉伟先生一致同意放弃本次股权转让后各方共持有的维业股份剩余股份合计 33,976,267 股（占总股本的 16.3263%）的表决权，以确保华实控股成为维业股份的控股股东。上述交易无业绩承诺。

截至 2020 年 8 月 13 日，维业控股协议转让给华实控股的无限售流通股 62,411,589 股（占其总股本的 29.99%）已全部在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完

成了过户登记手续。华实控股成为维业股份单一拥有表决权比例最大的股东，为维业股份的控股股东。

维业股份是以建筑装饰设计与施工为主的综合性企业，主要为大型房地产、政府机构、大型企业、高档酒店等提供装饰设计和施工服务，拥有建筑装饰施工设计等多项专业壹级、甲级资质。截至 2020 年底，维业股份资产总额 29.97 亿元，所有者权益 10.69 亿元（含少数股东权益 0.42 亿元）；2020 年，维业股份实现营业收入 21.11 亿元，利润总额 0.64 亿元。

3、控股光库科技

华实控股通过参与定增、股权转让及表决权委派的方式控股珠海光库科技股份有限公司（以下简称“光库科技”）。

2020 年 10 月 12 日，光库科技收到中国证监会出具的《关于同意珠海光库科技股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可〔2020〕2444 号），同意其向包括华实控股在内的特定对象发行股票募集资金的注册申请。本次发行价格为 42.04 元/股，华实控股获配金额为 679,999,984.84 元。2020 年 12 月 18 日，华发控股通过参与定增持有光库科技 14.91% 的股权。

2021 年 1 月 16 日，华实控股与光库科技控股股东 Infinimax Assets Limited（以下简称“Infinimax”）及股东 Pro-Tech Group Holdings Limited（以下简称“Pro-Tech”）、XL Laser (HK) Limited（以下简称“XL Laser”）签订了股权转让协议及三方合作协议：华实控股与 Infinimax 通过协议转让的方式将其持有的 6,045,885 股（占光库科技总股本 5.57%）按照 45 元/股的价格协议转让给华实控股，转让对价金额为人民币 272,064,825 元；Pro-Tech 将持有光库科技 3,771,220 股（占光库科技总股本 3.48%）按照 45 元/股的价格协议转让给华实控股，转让对价金额为人民币 169,704,900 元。华实控股合计受让上述股东持有的光库科技股份 9,817,105 股（占光库科技总股本

9.05%)。Pro-Tech 同意自本次股份转让完成之日，放弃其持有的光库科技 10.67%的表决权；XL Laser 放弃其持有的光库科技 5.62%的表决权、提名和提案权、参会权、监督建议权等相关权利并委托予华实控股行使，以确保华实控股成为上市公司控股股东。

2021 年 2 月 23 日，上述股权转让已完成过户登记手续，华实控股持有光库科技 23.95%的股权及受托 5.62%的表决权，合计控制光库科技 29.57%股份的表决权，成为光库科技控股股东。

光库科技成立于 2000 年 11 月，是从事光纤器件和芯片集成的国家高新技术企业，产品应用在光纤激光、光纤通讯、量子技术和 5G 等多个领域。截至 2020 年底，光库科技资产总额 16.22 亿元，所有者权益 14.03 亿元；2020 年，光库科技实现营业收入 4.92 亿元，利润总额 0.64 亿元。

4、参与北大方正集团有限公司重组

公司将代表珠海市国资委参与北大方正集团有限公司重组事宜，受让重组后新方正集团 28.50%的股权。

2021 年 1 月 19 日，公司收到北大方正集团有限公司（以下简称“方正集团”）管理人通知，确定由公司代表珠海市国资委与中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“平安集团”）、深圳市特发集团有限公司（以下简称“特发集团”）组成联合体作为方正集团重整投资者。

2021 年 4 月 30 日，管理人与重整投资者签订《重整投资协议》，以此为基础制定本次重整计划的草案，该草案提交方正集团债权人会议表决，并经人民法院裁定批准后方能生效。根据公开信息，新方正集团已于 2021 年 10 月设立完成。重整计划执行完毕后，新方正集团

的股权结构为：中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安人寿”）设立的 SPV 持股约 66.50%、公司（代表珠海国资）设立的 SPV 持股约 28.50%、债权人组成的持股平台（合伙企业）持股约 5.00%，平安人寿设立的 SPV 为新方正集团的控股股东。截至 2022 年 1 月 30 日，中国银保监会正式批复同意平安人寿提出的拟出资约 482 亿元受让新方正集团约 66.51%股权的申请。

公司所代表的珠海投资主体为华发集团、珠海格力集团有限公司、珠海大横琴集团有限公司、珠海科技创业投资有限公司，各方出资比例为 49.00%、29.00%、20.00%和 2.00%。公司拟出资约 101 亿元受让对应新方正集团股权。

联合资信将持续跟踪此项交易进展。

八、经营分析

1. 经营概况

公司已形成以城市运营、房产开发、金融产业和产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的“4+2”业务格局。2018—2020 年，公司营业收入快速增长，但受低毛利率水平的大宗商品批发收入占比提升及房地产开发毛利率波动下降综合影响，综合毛利率持续下降。2021 年上半年，公司销售收入同比增长，受房地产销售业务和金融业务毛利率增长影响，综合毛利率有所提高。

2018—2020 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 43.16%，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；2020 年，公司实现营业收入 1091.90 亿元，同比增长 37.75%。同期，受低毛利率水平的大宗商品批发收入占比提升及房地产开发毛利率波动下降综合影响，公司综合毛利率逐年下降，近三年分别为 20.71%、18.55%和 14.47%。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	228.00	42.79	28.02	317.55	40.06	30.29	477.68	43.75	25.37	236.92	37.89	30.70

土地一级开发	48.73	9.15	59.18	44.57	5.62	69.22	25.21	2.31	42.39	14.51	2.32	66.09
大宗商品批发	199.77	37.50	0.32	363.05	45.80	0.26	499.11	45.71	0.24	299.21	47.86	0.30
物业服务	17.81	3.34	19.64	21.10	2.66	11.71	28.61	2.62	12.64	16.09	2.57	14.79
汽车销售	4.58	0.86	9.28	4.29	0.54	7.32	2.90	0.27	6.78	1.50	0.24	7.33
金融业务	12.23	2.30	68.85	14.72	1.86	72.97	22.48	2.06	84.01	11.63	1.86	87.79
酒店会展服务	4.05	0.76	14.04	5.09	0.64	15.88	2.11	0.19	-111.94	1.26	0.20	-2.38
建筑设计服务	--	--	--	--	--	--	--	--	--	13.52	2.21	13.60
其他业务	17.61	3.30	23.04	22.33	2.82	21.22	33.80	3.09	13.40	30.61	4.85	19.67
合计	532.79	100.00	20.71	792.69	100.00	18.55	1091.90	100.00	14.47	625.24	100.00	16.60

注：房地产开发收入包括华发股份收入及华发城市运营商业地产收入；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；其他业务收入包括代建收入和电子器件销售及收入等；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，2018—2020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44.73%，2020年同比增长50.43%至477.68亿元，占营业收入比重为43.75%；业务毛利率较2019年下降14.69个百分点至25.37%，主要系结转项目盈利水平差异所致。2018—2020年，公司土地一级开发收入持续下降，年均复合下降28.07%，2020年为25.21亿元，同比下降43.43%，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；2020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499.11亿元，同比增长37.48%；同期，大宗商品批发业务毛利率为0.24%。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；2020年，公司实现金融收入22.48亿元，同比增长52.71%；业务毛利率为84.01%。

2021年1—6月，公司实现营业收入625.24亿元，同比增长12.23%，主要来自于房地产销售收入、大宗商品批发业务和建筑设计业务收入的增加；综合毛利率为16.60%，同比增加3.51个百分点，主要系房地产开发业务、土地一级开发业务和金融业务毛利率上升所致。

2. 业务经营分析

(1) 房地产开发

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。近年来，华发股份加快开发及推盘节奏，开发及销售规模快速增长，经营业绩快速提升，为公司主业核心利润来源。但联合资信关注到随着在建项目扩张，华发股份面临较大资本支出压力。此外，房地产业务盈利水平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。截至2020年底，华发股份合并资产总额3218.44亿元，负债合计2584.99亿元，所有者权益633.45亿元，其中归属于母公司所有者权益209.53亿元；2020年营业收入510.06亿元，利润总额62.53亿元。截至2021年6月底，华发股份合并资产总额3473.53亿元，负债合计2774.58亿元，所有者权益698.95亿元，其中归属于母公司所有者权益225.45亿元。

2018—2020年，华发股份分别实现营业收入236.99亿元、331.49亿元和510.06亿元，年均复合增长46.71%；其中，房地产销售收入分别为226.61亿元、317.35亿元和481.12亿元，年均复合增长45.71%。受益于项目结转，2020年华发股份营业收入同比增长53.87%。分区域看，2020年房地产销售收入中珠海大区

占比 30.42%，华南大区（不含珠海）占比 12.67%，华东大区占比 44.59%，北方大区占比 12.31%；珠海大区作为华发股份发展战略大本营是房地产销售收入的重要来源之一，但占比不断下降，华东大区及北方大区占比大幅提升。业务毛利率方面，2020 年华发股份房地产销售板块毛利率为 25.19%，同比下降 5.12 个百分点。2021 年上半年，华发股份实现营业收入 207.73 亿元，同比下降 9.15%；综合毛利率为 26.94%，同比提升 4.98 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，形成了珠海大区、华东大区、华南大区、北方大区及北京区域的“4+1”全国性战略布局。

受益于项目储备的增加，近年来华发股份项目开发节奏不断加快，新开工面积、期末在建面积均大幅提升。2020 年，华发股份新开工面积同比增长 13.69%至 739.71 万平方米，主要集中在武汉、珠海、苏州和杭州等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积 1776.54 万平方米，较上年底增长 29.96%；年内竣工面积 315.00 万平方米，同比增长 12.64%。

表 6 华发股份房地产开发业务指标
(单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	513.64	650.61	739.71
竣工面积	178.57	279.66	315.00
期末在建面积	1004.23	1367.02	1776.54
合同销售面积	194.87	395.91	504.00
合同销售金额	582.00	922.73	1205.00
合同销售均价	2.99	2.33	2.39

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。2020 年，华发股份实现签约销售面积 504.00 万平方米，同比增长 27.30%，签约销售额 1205.00 亿元，同比增长 30.59%，销售均价同比上升 2.58%至 2.39 万元/平方米，与不同城市的房地产价格不同有较大关联。

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；华东大区合同销售金额 591.00 亿元，占比 49.00%；其次为珠海大区，实现签约销售 288.00 亿元，占比 24.00%；华南大区和北方大区分别完成签约销售 205.00 亿元和 90.00 亿元，为次重点区域；北京区域完成销售 31.00 亿元，占比 3.00%。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 2020 年底，华发股份共拥有 34 个项目的土地储备，规划计容面积 805.81 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，在长三角区域及长江经济带的土地储备面积占比为 56.69%，在粤港澳大湾区的土地储备面积占比为 41.64%，从土地储备的地理区域分布来看，公司对核心城市群布局将进一步加强。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

受土地出让面积下降因素影响，公司土地一级开发收入规模逐年下滑。公司城市运营板块项目储备充足，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。未来，经营性房地产开发项目和建筑设计将成为城市运营板块收入的主要来源。同时，联合资信关注到公司在建项目投资规模较大，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。华发城市运营目前营业收入来源主要包括三部分：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。未来，经营性房地产开发项目和建筑设计将成为城市运营板块收入的主要来源。

土地一级开发

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，珠海市人民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。针对上述项目，华发集团分别与珠海市

财政局、珠海金湾区人民政府、珠海市保税区管理委员会、珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会、珠海市富山工业园管理委员会和珠海市斗门区人民政府等签订土地一级开发协议/合作开发协议，公司负责上述 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，资金自行筹集。目前采用两种模式，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；第二种为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。

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。

珠海华瀚开发建设有限公司（以下简称“华瀚公司”）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。

2018—2020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28.07%，主要系土地出让面积下降导致。2020年，华发城市运营实现土地一级开发收入25.21亿元，同比下降43.43%，收入主要来自金湾航空新城区、高新区北围、珠海北站 TOD 和富山工业园；截至2020年底土地一级开发业务累计回款247.62亿元，2018—2020年，公司土地一级开发业务分别获得回款43.00亿元、11.40亿元和13.86亿元，回款情况较差。同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率42.39%，同比下降26.83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。

表 7 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		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
土地出让数量	5	0	0	2	7	4	2	1	1	1	3	0
出让建筑面积	34.96	0.00	0.00	26.81	87.10	33.92	23.87	3.08	19.02	3.60	14.00	0.00
分成收入	12.00	0.00	0.00	5.48	25.58	1.54	2.14	0.29	2.34	7.76	12.54	0.00
结转开发成本	2.00	0.00	0.00	1.62	2.94	1.02	0.96	0.22	1.36	3.94	9.94	0.00
开发收益	10.00	0.00	0.00	3.85	22.64	0.52	1.18	0.07	0.98	3.82	2.60	0.00
毛利率	83.12	0.00	0.00	70.26	88.51	33.77	55.20	25.34	41.88	49.23	49.23	0.00
项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园					
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年			
土地出让数量	8	4	4	1	0	1	5	1	0			
出让建筑面积	32.65	23.61	52.94	4.17	0.00	9.44	83.62	18.41	0.00			
分成收入	9.33	5.53	8.94	2.39	0.62	5.64	9.65	0.00	6.75			
结转开发成本	0.00	0.00	0.00	2.39	0.62	5.64	8.96	0.00	6.51			
开发收益	9.33	5.53	8.94	0.00	0.00	0.00	0.69	0.00	0.24			
毛利率	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	100.00	7.10	0.00	3.69			

资料来源：公司提供

截至 2021 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 298.52 亿元，已完成投资 207.14 亿元，未来还需投资 91.38 亿元。

表 8 截至 2021 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	总投资	已投资
十字门中央商务区	5.77	81.60	75.16
金湾航空新城	3.80	35.00	30.84
保税区二期	2.30	25.09	7.75
高新区北围	4.96	59.33	26.68
富山产业新城	2.52	60.00	49.22
斗门一河两岸	10.00	20.00	10.84
珠海北站 TOD	1.46	17.50	6.64
合计	30.81	298.52	207.14

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，2021—2025 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 170 亿元。但联合资信关注到，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可能与预测存在一定差异。

经营性项目

公司开发的经营性项目主要包括会展商务组团、横琴国际金融中心大厦、横琴金融产业基地、高新区北围智谷园芯和富山智选小镇

生活重心等项目。建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO 办公、商务公寓等。公司利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出租或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。

截至 2021 年 6 月底，公司在售经营性项目包括珠海中心、横琴国际金融中心、总部基

地蓝湾智岛（二期）、十字门琴澳新城（北九）和横琴片区金融岛及金融岛西侧项目，累计销售面积 44.33 万平方米，累计销售金额 157.46 亿元；2021 年上半年，公司实现房产销售收入 41.67 亿元，业务毛利率为 33.30%。

表 9 截至 2021 年 6 月底公司经营性项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	已完成投资	可供出售面积	已销售面积	已销售金额	累计确认收入
珠海中心	7.91	16.05	7.76	7.76	24.93	24.02
横琴国际金融中心	13.55	28.30	12.59	5.13	16.94	16.84
总部基地蓝湾智岛（二期）	7.69	5.36	5.16	0.76	1.55	0.82
十字门琴澳新城（北九）	84.21	79.46	74.43	18.60	60.04	0.00
横琴片区金融岛及金融岛西侧项目	116.1	136.01	86.13	12.08	54.00	0.00
合计	229.46	265.18	186.07	44.33	157.46	41.67*

注：*合计数与华发城市运营经营性项目确认总收入不一致系尾差影响四舍五入所致

资料来源：公司提供

此外，公司将部分经营性项目对外出租。2018—2020 年，公司分别实现资产租赁收入 0.97 亿元、0.75 亿元和 0.98 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司主要在建经营性项目情况如下表所示，未来尚需投资 209.71 亿元，未来资本性支出较大。

表 10 截至 2021 年 6 月底公司主要在建经营性项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资
会展商务组团（二期）	27.50	42.00	23.27
高新北围智谷圆芯	21.53	17.63	11.05
圣博立科创园	10.52	6.20	4.15
富山智选小镇生活中心	46.17	23.68	12.37
富山科创中心	12.80	11.10	3.49
富山产业服务中心	8.40	5.33	4.31
工人文化宫	18.00	55.00	32.94
十字门琴澳新城（北九）	84.21	219.80	79.46
合计	229.13	380.74	171.03

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

截至 2021 年 6 月底，公司城市运营板块主要在建项目总投资 679.26 亿元，尚需投资 301.09 亿元，存在较大资本性支出压力。

项目代建

珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金公司”）接受珠海联港投资控股有限公司（珠海市金湾区国有企业）和珠海航展有限公司（珠海市属航空产业园国有企业）的委托，承接金湾航空城产业服务中心和珠海航展中心配套服务设施提升项目的代建；华金公司负责项目的组织实施、建设指挥及项目资金的筹措，项目建成后移交，委托方向公司支付项目建设成本及代建管理费（项目建设成本的一定比例）。

截至 2021 年 6 月底，上述项目已建设完毕并移交，累计完成投资 10.74 亿元；2021 年上半年，华金公司确认上述项目代建收入 9.31 亿元，已收到回款 10.00 亿元（含税）。

建筑设计服务

公司的建筑设计收入主要来自于维业股份，主要为大型房地产、政府机构、大型企业、高档酒店等提供装饰设计和施工服务。承接的项目包括公共建筑装饰、住宅精装修及建筑装饰设计等，涵盖大型场馆、星级酒店、商业综合体、文教体卫设施、交通基础设施等公共建

筑和普通住宅、高档别墅等建筑，拥有建筑装饰施工设计等多项专业壹级、甲级资质，以及多类工程施工承包一级资质。

2021年上半年，公司实现建设设计收入13.52亿元，毛利率为13.60%。2021年上半年，维业股份实现营业总收入39.13亿元（与公司合并口径建筑设计收入差额系内部关联交易抵消所致），同比增长373.16%，主要系维业股份业务与公司内部业务形成协同效益推动维业股份业务收入增长所致，利润总额为0.77亿元，同比增长196.15%。

土地储备

除一级土地开发外，截至2021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52宗、占地面积合计218.52万平方米、计容建筑面积538.88万平方米的土地使用权，账面价值168.35亿元，土地性质包括住宅、商业和公寓。

(3) 金融及产业投资

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。公司金融业务尚处于培育期，市场竞争力较弱；受强监管、合规趋严影响，风控团队有待补充，风控能力有待提升。公司产业投资业务发展快速，前期以基金投资为主，2020年以来通过并购上市公司股权，产业投资规模进一步扩大。

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2021年6月底，旗下管理型牌照包括华金证券、华金资管、华金期货、华发财务公司、华金国际证券，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，2018—2020年华发集团金融收入分别为12.23亿元、14.72亿元和22.48亿元。2020年，公司金融收入中利息收入11.24亿元、手续费及佣金收入5.35亿元、其他金融收入5.89亿元。2021年上半年金融业务收入11.63亿元，同比增长30.67%。

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。2018—2020年，公司分别实现投资收益18.24亿元、21.73亿元和22.51亿元。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1.69亿元、0.31亿元和0.03亿元；权益法核算的长期股权投资收益分别为9.09亿元、10.85亿元和13.79亿元；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益分别为4.31亿元、5.04亿元和3.01亿元；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2.26亿元、4.02亿元和3.89亿元。

产业投资

华发集团利用自身产业与资金优势，成立

产业投资板块，以华实控股为核心平台，投资主体包括华金资本（持股比例 28.46%）、英飞尼迪投资控股集团有限公司（持股比例 49.00%）和珠海科技创业投资有限公司（实际控制人珠海市国资委，委托公司经营管理）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，覆盖全生命周期产业投资体系。截至 2021 年 6 月底，华实控股管理各类基金 75 支，规模达 450 亿元，累计投资行业领军企业和高成长性创新企业 335 个，82 个项目已上市，投资金额近 250 亿元，整体增值率约为 65.00%左右。

2016 年 11 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、产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，纳入公司合并报表。截至 2021 年 6 月底，珠海基金已签署合伙协议的子基金及项目共计 29 个，基础设施类子基金 3 支，产业类子基金及项目 26 个，基金总规模 921.94 亿元，其中珠海发展投资基金（有限合伙）认缴出资 105.94 亿元，社会资本方认缴出资 816.00 亿元。2021 年 1-6 月珠海发展投资基金（有限合伙）取得投资收益 9750.63 万元，历史累计取得投资收益 47148.46 万元。产业投资基金合作伙伴包括 IDG 资本、华金资本、弘晖资本、鲲鹏资本等一线投资机构，重点布局高端制造、医疗健康、人工智能等产业方向，助力珠海产业升级。

除基金投资外，2020 年以来，华实控股积极布局产业投资，分别通过参与定增、协议转让、表决权委派等方式收购华灿光电、光库科技和维业股份三家上市股权。随着公司产业投资规模扩大及板块扩张，公司产业投资板块完善，竞争实力进步一增强（详见重大事项）。

（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低，盈利能力弱。

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。

截至 2020 年底，华发商贸总资产 103.52 亿元，所有者权益 9.37 亿元；2020 年实现营业收入 388.63 亿元，净利润 0.44 亿元。截至 2021 年 6 月底，华发商贸总资产 151.51 亿元，所有者权益 9.90 亿元，2021 年 1—6 月实现营业收入 247.76 亿元，净利润 0.46 亿元。

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。

大宗商品批发业务主要由华发商贸和香港华发负责，贸易品种涵括钢材、燃料油、化工产品、铜矿石、LCD 液晶屏、有色金属等。受下游客户需求及公司风控要求等影响，近年公司主要贸易品种有所变化：有色金属和铜矿石为公司近年贸易板块主要收入来源，2020 年有色金属贸易规模及收入占比已超过 90%。

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。2018—2020 年和 2021 年上半年，公司分别实现大宗商品批发收入 199.77 亿元、363.05 亿元、499.11 亿元和 299.21 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低水平，分别为 0.32%、0.26%、0.24%和 0.30%。

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。2020年,公司前五大供货商采购金额占比39.15%,集中度较上年有所下降(2019年为46.05%),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。2020年,公司前五大销售商销售金额占比合计32.56%,集中度较上年上升5.44个百分点。

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,子公司经销品牌包括上海大众、雪佛兰、广汽传祺、斯柯达等。

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,乘用车行业景气度下行导致华发汽车乘用车销量逐年下降。2018—2020年,公司分别实现汽车销售收入4.58亿元、4.29亿元和2.90亿元;同期,公司汽车销售业务毛利率分别为9.28%、7.32%和6.78%。

现代服务

华发集团现代服务板块主要由华发物业服务及庄臣控股负责,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、酒店管理及会展服务等多项业务。

①物业服务

华发物业服务负责的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,华发物业服务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2021年6月底,华发物业进行物业服务的面积达1675.00万平方米,其中内部项目物业管理面积1502.00万平方米,外部项目物业管理面积173.00万平方米。

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。2018—2020年,公司分别实现物业管理收入17.81亿元、21.10亿元和28.61亿元;同期,公司物业管理业务毛利率分别为19.64%、11.71%和12.64%。

庄臣控股自1979年开始在香港提供清洁卫生服务,为香港环境卫生服务龙头企业,在香港各主要地区提供广泛的环境卫生服务,包括提供楼宇清洁服务、公园及康乐中心清洁服务、街道清洁服务、院校清洁服务及其他清洁服务,主要客户涵盖康文署、食环署等政府职能部门以及香港大学等商业客户。2020年3月31日至2021年3月31日的财政年度,庄臣控股实现全年营业收入约27.68亿港元,净利润约1.89亿港元。

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。

2018—2020年,公司酒店会展收入分别为4.05亿元、5.09亿元和2.11亿元;毛利率分别为14.04%、15.88%和-111.94%,2020年收入及毛利率下滑主要系新冠肺炎疫情影响所致。

3. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2018—2020年，公司销售债权周转次数呈逐年下降态势，分别为21.38次、14.25次和13.39次；存货周转次数有所波动，分别为0.30次、

0.38次和0.43次；总资产周转次数逐年上升，分别为0.21次、0.25次和0.26次。同行业对比来看，公司2020年的三项指标除销售债权周转次数外均低于样本企业平均值。

表11 2020年同行业公司经营效率情况对比（单位：次）

公司全称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
无锡产业发展集团有限公司	7.43	12.30	0.94
杭州市国有资本投资运营有限公司	3.75	3.25	0.49
广州市城市建设投资集团有限公司	4.60	1.87	0.15
上述样本企业平均值	5.26	5.81	0.53
公司	13.39	0.43	0.26

资料来源：联合资信整理

4. 未来发展

“十四五”时期，公司将积极落实“1+3”发展模式，完善业务布局、持续提升经营能力，全力贯彻中央、省、市的决策部署，以“科技+”战略为统领，围绕“战略引领、改革创新、精细管理、提质增效”的年度主基调，一方面推动存量业务纵深发展、实现增量业务外延扩张，助力集团整体实力增强；另一方面积极落实“双百行动”，深化精细化管理、强化科技赋能、推进党建工作，实现质量变革、效率变革、动力变革，推动集团高质量发展，为集团打造上市公司集群、冲刺世界500强的目标奠定坚实的基础。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的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年度及2020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2021年上半年合并报表未经审计。

截至2021年6月底，公司拥有纳入合并范围的子公司816家，含华发股份控股子公司

560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，公司新增纳入合并范围子公司201家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司8家，其余系新设子公司；减少子公司11家，其中注销子公司2家。2021年1—6月，公司新增子公司76家，其中设立62家；减少子公司10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2020年底，公司资产总额4877.83亿元，所有者权益1342.73亿元（含少数股东权益816.00亿元）；2020年，公司实现营业收入1091.90亿元，利润总额79.30亿元。

截至2021年6月底，公司资产总额5505.94亿元，所有者权益1416.65亿元（含少数股东权益861.95亿元）；2021年1—6月，公司实现营业收入625.24亿元，利润总额50.05亿元。

2. 资产质量

近年来,受房地产及金融业务快速发展影响,公司资产规模快速增长,构成以存货及货币资金等流动资产为主;公司整体资产质量良好,但受限资产规模较大,对资产流动性产生一定影响。

2018—2020年末,公司资产总额快速增长,年均复合增长31.38%,截至2020年底为4877.83亿元,其中流动资产占81.90%,非流动资产占18.10%,以流动资产为主。

(1) 流动资产

近年来,受房地产项目开发持续投入及售房款回流等因素综合影响,公司流动资产快速增长,三年复合增长率为31.17%。截至2020年底,公司流动资产较2019年底增长32.88%至3994.87亿元,主要由存货、货币资金及其他流动资产等构成,分别占比62.43%、15.24%和9.22%。

2018—2020年末,公司货币资金快速增长,年均复合增长32.01%。截至2020年底,公司货币资金较2019年底增长34.76%至608.82亿元,主要由银行存款(占比91.90%)及存放中央银行法定存款准备金(占比5.19%)组成,其中受限货币资金59.67亿元,主要为存放中央银行法定存款准备金、质押存款和汇票保证金。

2018—2020年末,公司存放同业及其他金融机构款项快速增长,截至2020年底为166.70亿元,较2019年底增长112.37%,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,截至2020年底为67.16亿元,较2019年底下降17.81%,主要系债券投资减少所致。年末交易性金融资产中20.89亿元债券投资为卖出回购业务设定质押,2.45亿元债券投资为债券借贷业务设定质押。

2018—2020年末,公司应收账款快速增长,年均复合增长66.58%,主要系应收土地出让收益分成增加。截至2020年底,公司应收账款较2019年底增长32.18%至77.89亿元,其中

应收珠海市富山工业园管理委员会及珠海市金湾财政局款项分别占比25.81%和25.09%,集中度高;其中,单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额60.62亿元,占尚未执行新金融工具准则的应收账款账面余额的96.67%;累计计提坏账准备3.27亿元,计提比率4.03%。

2018—2020年末,公司预付款项快速增长,年均复合增长率为29.96%,截至2020年底为92.28亿元,较2019年底增长39.79%,主要为预付珠海市、武汉市、成都市等地国土相关部门的土地出让金。

2018—2020年末,公司其他应收款年均下降10.40%,截至2020年底,公司其他应收款为43.45亿元,较2019年底下降1.31%,主要由应收土地竞买保证金和代垫款项构成。

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。2018—2020年末,公司存货快速增长,年均复合增长27.77%,截至2020年底为2493.89亿元,较2019年底增长32.09%。其中,开发成本2154.43亿元,较2019年底增长36.67%,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上海颀桥项目、绍兴国际金融活力城、南京秦淮G05项目、工人文化宫综合体项目等;开发产品322.97亿元,较2019年底增长17.68%,主要系新增完工项目包括佛山华发四季、上海闵行七宝项目、珠海绿洋湾花园及苏州太仓院子等;存货跌价准备及合同履约成本减值准备合计1.42亿元,主要为库存商品及开发产品计提减值及跌价准备。

2018—2020年末,公司其他流动资产快速增长,年均复合增长56.03%,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2020年底,公司其他流动资产较2019年底增长39.62%至372.29亿元,主要由拆出款项及其他(291.65亿元)、预交税费

(55.29 亿元)和委托贷款(11.02 亿元)构成。

(2) 非流动资产

2018—2020年末,公司非流动资产快速增长,年均复合增长32.32%,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;截至2020年底,公司非流动资产较2019年底增长44.28%至882.96亿元,主要由长期股权投资(占37.60%)、可供出售金融资产(占14.07%)、固定资产(占11.70%)和投资性房地产(占16.70%)构成。

2018—2020 年末,公司可供出售金融资产有所波动,分别为 114.74 亿元、102.54 亿元和 124.24 亿元。截至 2020 年底,公司可供出售金融资产中可供出售债务工具 94.70 亿元,其余为可供出售权益工具(主要构成见表 11)。

2018—2020年末,公司长期股权投资快速增长,年均复合增长35.63%,主要系增加金融类及房地产类参股子公司的投资。截至2020年底,公司长期股权投资较2019年底增长40.89%至331.96亿元(主要构成见表11),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 12 2020 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	40.88	21.02	长期股权投资
深圳融华置地投资有限公司	34.30	49.00	长期股权投资
上海华泓钜盛房地产开发有限公司	25.80	49.99	长期股权投资
珠海工智股权投资基金(有限合伙)	18.57	16.64	可供出售金融资产
珠海农智股权投资基金(有限合伙)	18.53	16.66	可供出售金融资产
珠海华金资本股份有限公司	13.94	28.46	长期股权投资
横琴华通金融租赁有限公司	8.35	35.00	长期股权投资
厦门国际银行股份有限公司	9.15	2.42	可供出售金融资产
珠海农村商业银行股份有限公司	7.24	9.90	长期股权投资
IDG 成长基金	6.04	10.31	可供出售金融资产

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,2018—2020年末快速增长,年均复合增长75.81%。截至2020年底,公司投资性房地产147.46亿元,较2019年底增长94.33%,主要系经营出租物业增加所致,其中97.19亿元已用于借款设定抵押。

公司固定资产主要为房屋及建筑物,2018—2020年末小幅波动,分别为92.50亿元、90.36亿元和103.34亿元;截至2020年底,公司固定资产原值140.31亿元,累计计提折旧36.55亿元,计提减值准备0.58亿元。

截至2021年6月底,公司资产总额5505.94亿元,较2020年底增长12.88%,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补充流动性以及对房地产开发持续投入导致。公司流动资产较2020年底增长9.68%,主要为货币资金较上年底增长346.12亿元,系销售回款及借款增加所致,以及存货较上年底增长116.72亿元,系开发成本增加所致;非流动资产占20.42%,较上年底增长27.36%,主要系金融类资产较上年底增长较大,长期股权投资较2020年底增长24.12%,商誉较2020年底增长27.04亿元至36.55亿元,主要系实业板块并购上市公司形成较大规模商誉。资产构成较2020年底变化不大,以流动资产为主(占79.58%)。

截至2021年6月底,公司受限资产账面价值合计881.04亿元,受限比例16.01%,以存货、货币资金、交易性金融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;同期公司负债规模快速增长,整体债务负担重。

(1) 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，2018—2020 年末，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 24.91%。截至 2020 年底，公司所有者权益较 2019 年底增长 25.41% 至 1342.73 亿元，主要由少数股东权益（占 60.77%）、资本公积（占 16.47%）及其他权益工具（占 17.15%）构成。

2018—2020 年末，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 19.75%，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带动资本公积增加；②按权益法核算的长期股权投资带动资本公积增加；③珠海市国资委无偿将珠海市创业引导基金有限公司 50% 股权划入带动资本公积增加；截至 2020 年底，公司资本公积 221.21 亿元，较 2019 年底增长 26.53%，主要系公司无偿受让城建集团、珠海市纺织工业集团公司、珠海市安居集团有限公司 100% 股权，确认资本公积 57.40 亿元。

2018—2020 年末，公司其他权益工具分别为 91.80 亿元、131.91 亿元和 230.30 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。

2018—2020 年末，公司少数股东权益分别为 547.53 亿元、694.68 亿元和 816.00 亿元。其中，2020 年底较 2019 年底增长 17.46%，主要系华发股份吸收少数股东投资及发行永续债券。

截至 2021 年 6 月底，公司所有者权益 1416.65 亿元，较 2020 年底增长 5.50%，主要为少数股东权益较 2020 年底增长 5.63% 至 861.95 亿元和其他权益工具（永续债）较 2020 年底增加 21.41 亿元，系发行 21 华发集团 MTN002（5 亿元）及永续信托（16.41 亿元）所致。

（2）负债

2018—2020 年末，公司负债规模快速增长，年均复合增长 34.11%，流动负债和非流动负债均有所增加。截至 2020 年底，公司负债总额较 2019 年底增长 38.75% 至 3535.10 亿元，流

动负债和非流动负债分别占比 60.53% 和 39.47%。

2018—2020 年末，公司流动负债快速增长，年均复合增长 29.66%，截至 2020 年底为 2139.82 亿元，较 2019 年底增长 35.94%，主要为预收款项（占 27.23%）、一年内到期的非流动负债（占 17.57%）、应付账款（占 15.10%）及其他应付款（占 11.73%）。

2018—2020 年末，公司短期借款快速增长，2020 年底为 277.57 亿元，较 2019 年底增长 46.63%，以保证借款（98.26 亿元）、信用借款（87.00 亿元）和抵押借款（77.49 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，2018—2020 年末快速增长，年均复合增长 116.01%，截至 2020 年底为 323.05 亿元，较 2019 年底增长 162.62%，主要系应付工程款增加。

公司预收款项主要为华发股份预收售房款。2018—2020 年末，公司预收款项分别为 408.00 亿元、595.70 亿元和 582.58 亿元（2020 年底预收款项部分调至合同负债），2019 年底预收款项较 2018 年变化较大主要系上海静安府、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）；截至 2020 年底，公司预收款项主要为预收楼款 512.34 亿元。

2018—2020 年末，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 40.29%，主要系往来及拆借款增加所致。截至 2020 年底，公司其他应付款较 2019 年底增长 53.23% 至 250.93 亿元，主要由往来及拆借款（180.03 亿元）、土地增值税准备金（38.29 亿元）、押金及保证金（14.90 亿元）等构成。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债大幅波动，截至 2020 年底为 376.05 亿元，主要为一年内到期的长期借款（占 57.35%）和一年内到期的应付债券（占 41.29%）。

2018—2020 年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 32.56%，主要系发行超短

期融资券增加导致。截至 2020 年底，公司其他流动负债 194.55 亿元，较 2019 年底增长 58.19%，主要由超短期融资券（99.50 亿元）、短期公司债（15.00 亿元）和资产支持专项计划（11.80 亿元）等构成，已将其中有息部分调整至短期债务计算。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 41.91%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2020 年底，公司非流动负债 1395.28 亿元，较 2019 年底增长 43.31%，以长期借款（占 60.26%）和应付债券（占 35.42%）为主。

2018—2020 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 49.93%。截至 2020 年底，公司长期借款 840.76 亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款等。

2018—2020 年末，公司应付债券快速增长，年均复合增长 26.48%。截至 2020 年底，公司应付债券 494.28 亿元，较 2019 年底增长 20.31%，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。

截至 2020 年底，公司其他非流动负债 45.27 亿元，较 2019 年底增长 47.84%，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。

截至 2021 年 6 月底，公司负债总额 4089.30 亿元，较 2020 年底增长 15.68%，其中流动负债 2352.35 亿元，占负债总额的 57.52%，较 2020 年底增长 9.93%（212.53 亿元），主要为房地产业务预售带动合同负债较上年底增加 215.82 亿元；非流动负债 1736.94 亿元，占负债总额的 42.48%，较 2020 年底增长 24.49%（341.66 亿元），主要为长期借款较 2020 年底增加 171.16 亿元至 1011.92 亿元、应付债券较 2020 年底增加 118.32 亿元至 612.60 亿元以及长期应付款较 2020 年底增加 32.56 亿元至 35.02 亿元，系售后回租及债权融资增加所致。

负债结构变化不大。

2018—2020 年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 30.67%。截至 2020 年底，公司全部债务 2243.29 亿元，较 2019 年底增长 40.23%，其中长期债务占比 61.54%。截至 2021 年 6 月底，公司全部债务 2530.13 亿元，较 2020 年底增长 12.79%，其中长期债务占比 64.88%。

截至 2020 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 72.47%和 50.69%，分别较 2019 年底上升 2.06 个和 3.26 个百分点；全部债务资本化比率为 62.56%，较 2019 年底上升 2.65 个百分点。2021 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 74.27%、64.11%和 53.68%，分别较 2020 年底上升 1.80 个百分点、1.55 个百分点和 2.99 个百分点。若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，截至 2021 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 78.84%和 70.48%。

4. 盈利能力

2018—2020 年，受益于房地产及大宗商品贸易收入的增加，公司营业收入快速增长，投资收益对利润总额形成了良好补充，但受低毛利率的贸易收入占比提升以及房地产业务毛利率波动下滑影响，公司盈利能力略有下降。

受房地产及大宗商品贸易收入增长影响，2018—2020 年公司营业收入快速增长，年均复合增长 43.16%；2020 年为 1091.90 亿元，同比增长 37.75%。2018—2020 年，公司营业成本快速上涨，年均复合增长 48.69%，增幅高于营业收入；受此影响，公司营业利润率持续下降，2020 年为 11.22%。

2018—2020 年末，公司期间费用逐年上升，年均复合增长 13.69%，2020 年为 67.43 亿元，同比增长 8.79%。其中，管理费用 34.84 亿元，同比下降 1.33%；财务费用 16.16 亿元，同比增长 37.84%，主要系债务上升利息费用上升所致。

2020年，公司期间费用率为6.18%，同比下降1.64个百分点。

2018—2020年，公司分别实现投资收益18.24亿元、21.73亿元和22.51亿元，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，2020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13.79亿元，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3.89亿元，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3.01亿元，主要为持有的股权投资基金、债券投资等。2018—2020年，公司利润总额分别为56.16亿元、73.67亿元和79.30亿元，构成主要为经营性利润。

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，2020年分别为2.39%和4.13%，同比分别下降0.34个和0.59个百分点。

2021年1—6月，公司实现营业收入625.24亿元，同比增长12.23%；利润总额50.05亿元，同比增长33.01%，主要来自主业利润提升；综合毛利率为16.60%，同比增长3.51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，筹资活动前流动资金缺口较大，对筹资活动依赖较高。

经营活动方面，2018—2020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36.76%；2020年，公司经营活动现金流入量1366.78亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金1234.27亿元。2018—2020年，公司现金收入比分别为122.11%、122.08%和113.04%，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30.74%，2020年为1060.13亿元，同比增长26.95%，主要系房地产、土地一级开发等项目投入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110.62亿元、218.28亿元和306.65亿元。

投资活动方面，2018—2020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53.56%。2020年，公司投资活动现金流入222.14亿元，主要由收回投资收到的现金177.50亿元构成。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48.42%，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。2020年，公司投资活动现金流出同比增长73.52%至997.76亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金536.32亿元，投资支付的现金454.21亿元，同比增长43.03%，主要系对股权、债权等投资规模加大所致。2018—2020年，公司投资活动现金流净额分别为-358.72亿元、-444.48亿元和-775.62亿元，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。

筹资活动方面，2018—2020年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增幅为31.90%；2020年，公司筹资活动现金流入2132.77亿元，同比增长48.58%，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。2018—2020年，公司筹资活动现金流出年均复合增长29.75%，2020年为1438.92亿元，同比增加323.81亿元，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。2018—2020年，公司筹资活动现金流量净额分别为371.13亿元、320.31亿元和693.85亿元。

2021年1—6月，公司经营活动现金净流入219.74亿元，投资活动现金净流出326.82亿元，筹资活动现金流量净额为264.05亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标较好，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，资产质量良好，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年，公司流动比率及速动比率有所波动，2020年底分别为186.69%和70.15%。截至2021年6月底，公司流动比率和速动比率分别为186.26%和75.28%，较2020年底变化不大。2018—2020年，公司经营现金流动负债比分别为8.69%、13.87%和14.33%，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。截至2021年6月底，公司现金类资产1047.65亿元，对短期债务的覆盖倍数为1.18倍，短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA逐年增长，2020年为116.73亿元；全部债务/EBITDA波动较大，2020年为19.22倍；EBITDA利息倍数有所波动，2020年为1.09倍。公司长期偿债能力指标一般。

截至2021年6月底，公司共获得金融机构授信额度2893.01亿元，尚未使用1717.43亿元，间接融资渠道畅通。另外，公司直接或间接控股5家主板上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2021年6月底，公司对外担保余额152.59亿元，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大，权益稳定性弱，母公司实际债务负担很重。

截至2020年底，母公司资产总额714.15亿元，主要为长期股权投资、其他应收款和货币

资金；所有者权益285.31亿元，其中永续债230.30亿元；负债总额428.84亿元，主要为短期借款及发行的债券。2020年，母公司实现营业收入1.40亿元，利润总额9.10亿元，利润主要来自投资收益。截至2020年底，母公司资产负债率为60.05%，全部债务资本化比率为59.48%，考虑所有者权益主要为永续债，实际债务负担很重。

截至2021年6月底，母公司资产总额928.54亿元，所有者权益299.29亿元，其中其他权益工具（永续债）为251.71亿元；2021年1—6月，母公司实现营业收入1.01亿元，利润总额-4.20亿元，亏损主要系当期发生财务费用7.74亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据对公司现有债务影响小。公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行后长期债务的保障能力尚可，考虑到公司的区域竞争优势，其融资渠道畅通，资产质量良好，本期中期票据发行后，公司整体偿债能力仍极强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模不超过5亿元（含5亿元），按最大发行规模5亿元测算（下同），占2021年6月底公司长期债务的0.30%，全部债务的0.20%，对公司现有债务的影响小。

截至2021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74.27%、64.11%和53.68%；本期中期票据发行后，上述指标分别上升至74.29%、64.15%和53.75%。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还存量债务本金及利息，发行后公司实际债务负担变化不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以2020年财务数据为基础，以本期中期票据发行金额上限5亿元进行测算，预计发行后公司长期债务上升至1385.47亿元，公司经营活动产生的现金流入量为发行后长期债务的0.99

倍，对发行后长期债务的保障程度尚可，公司经营活动现金流量净额和EBITDA对发行后长期债务的保障程度较弱。考虑到公司的区域竞争优势，融资渠道畅通，资产质量良好，可对本期中期票据的偿付提供有效支持。

表 13 本期中期票据偿还能力测算

项目	2020 年
发行后长期债务*（亿元）	1385.47
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.99
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.22
发行后长期债务/EBITDA（倍）	11.87

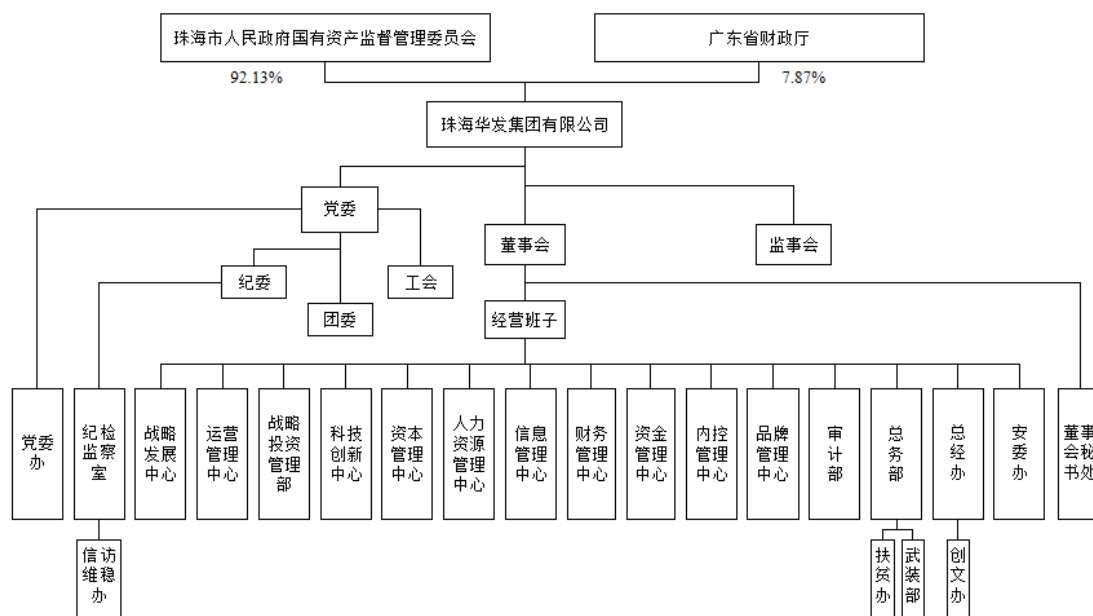
注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额；经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、 结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2021 年 11 月底公司股权结构图和组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	477.64	645.43	856.40	1,047.65
资产总额（亿元）	2,826.17	3,618.40	4,877.83	5,505.94
所有者权益（亿元）	860.58	1,070.67	1,342.73	1,416.65
短期债务（亿元）	630.69	629.07	862.82	888.53
长期债务（亿元）	683.05	965.77	1,380.47	1,641.59
全部债务（亿元）	1,313.73	1,594.84	2,243.29	2,530.13
营业收入（亿元）	532.79	792.69	1,091.90	625.24
利润总额（亿元）	56.16	73.67	79.30	50.05
EBITDA（亿元）	82.86	101.66	116.73	--
经营性净现金流（亿元）	110.62	218.28	306.65	219.74
财务指标				
销售债权周转次数（次）	21.38	14.25	13.39	--
存货周转次数（次）	0.30	0.38	0.43	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.25	0.26	--
现金收入比（%）	122.11	122.08	113.04	144.09
营业利润率（%）	16.77	14.35	11.22	13.31
总资本收益率（%）	2.85	2.73	2.40	--
净资产收益率（%）	4.73	4.72	4.13	--
长期债务资本化比率（%）	44.25	47.42	50.69	53.68
全部债务资本化比率（%）	60.42	59.83	62.56	64.11
资产负债率（%）	69.55	70.41	72.47	74.27
流动比率（%）	182.43	190.99	186.69	186.26
速动比率（%）	62.40	71.05	70.15	75.28
经营现金流动负债比（%）	8.69	13.87	14.33	--
现金短期债务比（倍）	0.76	1.03	0.99	1.18
全部债务/EBITDA（倍）	15.86	15.69	19.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.36	1.09	--

注：2021 年上半年度财务报表未经审计；其他流动负债中有息部分已计入短期债务计算；合并口径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已计入长期债务计算；2018 - 2021 年 6 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 91.80 亿元、131.91 亿元、230.30 亿元和 251.71 亿元，未纳入有息债务核算；因口径调整，部分财务指标较此前披露数据有所差异

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	32.09	83.27	50.80	162.06
资产总额（亿元）	301.61	434.27	714.15	928.54
所有者权益（亿元）	87.22	128.29	285.31	299.29
短期债务（亿元）	163.97	189.55	230.17	289.48
长期债务（亿元）	46.80	110.80	188.68	278.65
全部债务（亿元）	210.77	300.35	418.85	568.13
营业收入（亿元）	0.89	1.68	1.40	1.01
利润总额（亿元）	1.40	8.19	9.10	-4.20
EBITDA（亿元）	8.64	19.56	23.52	--
经营性净现金流（亿元）	-110.14	3.85	1.83	-3.88
财务指标				
销售债权周转次数（次）	37.01	40.19	23.25	--
存货周转次数（次）	0.04	0.37	0.13	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	26.25	137.44	22.45	33.58
营业利润率（%）	90.43	62.34	85.26	86.34
总资本收益率（%）	2.87	4.52	3.30	--
净资产收益率（%）	1.60	6.38	3.19	--
长期债务资本化比率（%）	34.92	46.34	39.81	48.21
全部债务资本化比率（%）	70.73	70.07	59.48	65.50
资产负债率（%）	71.08	70.46	60.05	67.77
流动比率（%）	103.81	101.23	81.95	87.89
速动比率（%）	103.17	100.68	81.39	87.52
经营现金流动负债比（%）	-65.99	3.80	0.76	--
现金短期债务比（倍）	0.20	0.44	0.22	0.56
全部债务/EBITDA（倍）	24.41	15.36	17.81	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.60	1.75	1.66	--

注：2021 年上半年度财务报表未经审计；其他流动负债中超短期融资券已调入短期债务计算；2018 - 2021 年 6 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 91.80 亿元、131.91 亿元、230.30 亿元和 251.71 亿元，未纳入有息债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 珠海华发集团有限公司 2022 年度第六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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。