

珠海华发集团有限公司

2025 年度第八期中期票据

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕7316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珠海华发集团有限公司 2025 年度第八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 2025 年度第八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

二〇二五年七月二十五日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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股份有限公司（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。

三、本报告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。

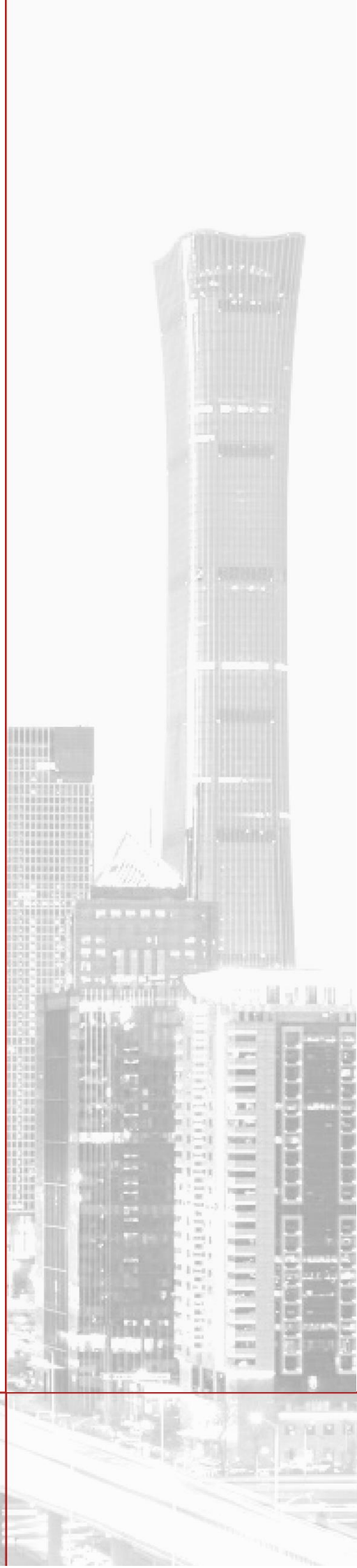
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、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。

六、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。

七、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。

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

2025 年度第八期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/25

债项概况 本期债项发行规模为不超过 5.00 亿元（含 5.00 亿元），期限为 3+N（3）年期，于珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”）依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；本期债项募集资金拟全部用于偿还到期有息债务。

评级观点 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”）直属的科技产业、城市产业及金融产业三大产业集群并举发展的综合性企业集团，区域重要性高。公司主要从事房地产开发、城市运营、科技产业、金融产业、商贸物流和现代服务等业务，核心业务符合区域产业发展方向，产业布局保持稳定，在经营规模、品牌影响力、业务多元化等方面具有竞争优势，为公司长期可持续发展奠定了基础；管理方面，公司法人治理结构规范，内部管理制度健全，本部对下属重要子公司的管控力强。报告期内，公司房地产开发板块重点布局核心一、二线城市，但资本支出压力较大，新开工面积及签约销售面积持续下降，行业景气度尚未回暖情况下未来去化情况有待关注；城市运营板块主要承接珠海市重点基础设施建设工程项目，项目储备充足，但在建项目投资规模较大；科技板块以基金投资和并购上市公司股权形式开展产业投资及运营，持有的投资资产中上市公司股权市值较高，流动性较强。整体看，公司经营风险低。财务方面，公司盈利能力很强；整体资产质量良好，但受限资产规模较大；经营获现能力一般，投资活动持续大幅净流出，对筹资活动依赖较高；有息债务规模持续增长，债务负担很重，偿债指标表现较好，融资渠道畅通，财务风险较低。综合考虑公司自身信用风险较低，以及在资产注入等方面获得的外部支持力度大，公司偿债能力极强。

本期债项具有公司赎回选择权、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债项不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱。本期债项的发行对公司现有债务影响小；公司经营活动现金流入量对本期债项发行后长期债务的保障能力尚可。

个体调整：无。

外部支持调整：公司是珠海市国资委直属的综合性企业集团，区域地位显著，政府支持力度大。

评级展望 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、公司城市运营项目和房地产项目的逐步推进、科技产业集群和金融产业集群的稳步发展，评级展望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司区域重要性明显下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司财务指标显著弱化；再融资环境恶化。

优势

- **外部发展政策环境良好。**珠海市是中国五个经济特区之一，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横琴粤澳深度合作区的建设，珠海市面临重要的发展机遇，公司外部发展政策环境良好。
- **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，是珠海市五大国资板块中基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要运营主体，定位于珠海科技投资与产业发展核心企业、珠海城市建设与城市更新核心企业与珠海金融产业创新发展核心企业。
- **产业竞争力强。**公司房地产开发板块市场影响力和品牌认知度较高，重点布局核心一、二线城市；城市运营板块是珠海市重点基础设施建设工程项目的主要承接主体，项目储备充足；科技产业板块以基金投资和并购上市公司股权形式开展产业投资及运营，持有的投资资产中上市公司股权市值较高，流动性较强。

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。**2022 年以来房地产调控政策边际好转但并未明显改善，市场需求仍未回暖，公司房地产开发和土地一级开发业务未来收益实现及去化情况有待关注。
- **公司存在较大资本支出压力。**截至 2025 年 3 月底，公司城市运营板块未来主要在建项目总投资约 1736.13 亿元，尚需投资 911.70 亿元，同时考虑房地产开发业务在建项目持续投入以及土地拓展存在较大资金需求，公司存在较大资本支出压力。
- **有息债务持续增长，整体债务负担很重。**2022—2024 年末，随着公司业务不断发展，有息债务规模年均复合增长率为 7.93%；截至 2025 年 3 月底，公司全部债务资本化比率为 67.83%。截至 2025 年 3 月底，公司本部所有者权益（328.68 亿元）中，其他权益工具（永续债）130.67 亿元，公司本部实际债务负担很重。
- **本期债项在条款设置上具有一定特殊性。**本期债项具有公司赎回选择权、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。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505				
评级模型 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505				
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
			经营分析	1
			企业管理	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构		4
		偿债能力		3
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

主要财务数据

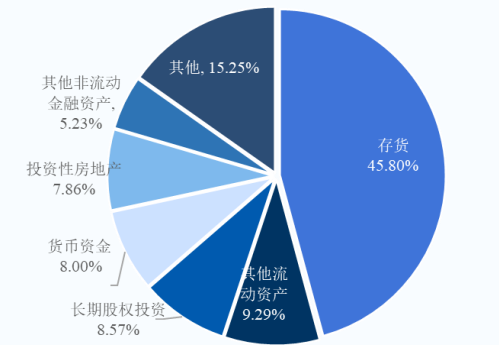
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	760.47	747.17	651.18	701.21
资产总额（亿元）	6504.04	7296.49	7292.85	7406.03
所有者权益（亿元）	1685.25	1752.48	1729.66	1720.57
短期债务（亿元）	923.70	1206.77	1246.71	1364.63
长期债务（亿元）	2073.84	2139.94	2244.84	2263.93
全部债务（亿元）	2997.53	3346.71	3491.55	3628.56
营业总收入（亿元）	1576.36	1756.87	1521.23	470.38
利润总额（亿元）	103.46	91.55	34.35	9.55
EBITDA（亿元）	158.11	157.29	94.86	--
经营性净现金流（亿元）	462.64	598.68	211.92	57.82
经调整的营业利润率（%）	4.45	2.97	0.35	0.38
现金及现金等价物净增加额（亿元）	-63.49	-25.23	-74.28	64.04
资产负债率（%）	74.09	75.98	76.28	76.77
全部债务资本化比率（%）	64.01	65.63	66.87	67.83
流动比率（%）	181.50	159.13	156.35	151.92
经营现金流入量/流动负债（倍）	0.78	0.63	0.52	0.14
现金短期债务比（倍）	0.82	0.62	0.52	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.13	1.06	0.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.96	21.28	36.81	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1381.55	1510.12	1672.14	1650.94
所有者权益（亿元）	304.96	314.67	323.92	328.68
全部债务（亿元）	970.87	1120.11	1123.40	1144.90
营业总收入（亿元）	4.06	6.36	7.50	0.26
利润总额（亿元）	3.05	16.32	2.60	-5.46
资产负债率（%）	77.93	79.16	80.63	80.09
全部债务资本化比率（%）	76.10	78.07	77.62	77.69
流动比率（%）	84.00	57.69	69.10	64.86
经营现金流动负债比（%）	0.67	0.62	1.26	--

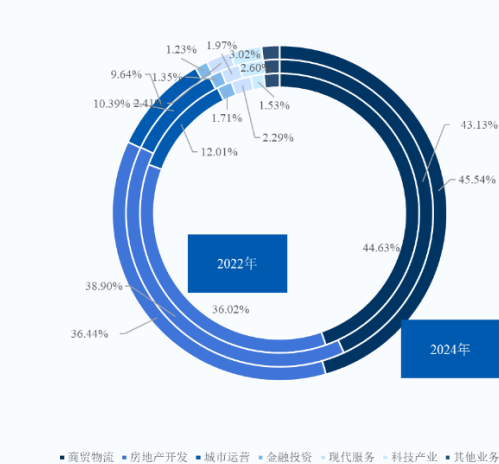
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；合并口径长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

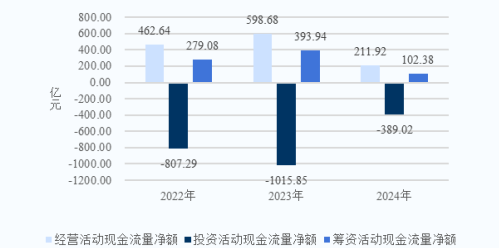
2024 年末公司资产构成



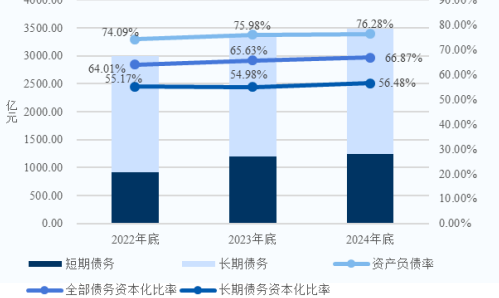
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年末公司债务情况



同业比较（截至 2024 年底/2024 年）

主要指标	信用等级	控股股东	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	经调整的 营业利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务资本化 比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	珠海市 国资委	7292.85	1729.66	1521.23	34.35	0.35	76.28	66.87	36.81	0.68
广州城投	AAA	广州市 国资委	3929.04	1634.97	382.34	9.67	-8.73	58.39	51.49	15.80	1.58
浙江国资	AAA	浙江省 国资委	3390.23	882.06	6848.82	92.17	0.81	73.98	54.40	7.07	5.41
无锡产发	AAA	无锡市 国资委	1183.08	427.86	749.90	23.15	0.73	63.83	53.42	8.53	4.32

注：广州城投为广州市城市建设投资集团有限公司，浙江国资为浙江省国有资本运营有限公司，无锡产发为无锡产业发展集团有限公司；国资委为人民政府国有资产监督管理委员会，下同

资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2025/07/14	李成帅 李上	多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505	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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李成帅 lics@lhratings.com

项目组成员：李 上 lishang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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，珠海市国资委同意以货币资金形式向公司增加资本金158亿元，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，溢缴部分充实资本公积（76.98亿元）。2022年2月28日，公司收到剩余出资款78亿元，其中3.04亿元以实收资本入账，溢缴部分充实资本公积（74.96亿元），珠海市国资委和广东省财政厅持有公司的股权比例变更为93.51%和6.49%。

2022年6月29日，经公司股东会议商定，同意将资本公积151.94亿元全部转为注册资本，按股东的持股比例进行分配，其中珠海市国资委享有142.07亿元，广东省财政厅享有9.86亿元，资本公积转增注册资本后，公司注册资本变更为169.20亿元，珠海市国资委出资158.22亿元，持股93.51%，广东省财政厅出资10.98亿元，持股6.49%。截至2025年3月底，公司控股股东及实际控制人均为珠海市国资委。

公司成立至今已有四十余年历史，坚持“科技、城市、金融”三大产业集群的发展模式，其中城市产业集群包括城市运营、房产开发、现代服务、商贸服务，是公司最重要的收入来源；金融产业集群包括牌照金融、创新金融及金融科技等业务，金融牌照覆盖银行、证券、保险、期货、金融租赁、财务公司等；科技产业集群涵盖产业运营、产业投资、产业招商等三大业务。公司按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至2025年3月底，公司纳入合并范围的子公司1444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”，公司直接和间接合计持股比例29.59%）、②香港庄臣控股有限公司（股票代码：01955.HK，以下简称“庄臣控股”，公司间接持股比例42.27%）、③维业建设集团股份有限公司（以下简称“维业股份”，公司间接持股29.54%）、通过珠海华发科技产业集团有限公司（以下简称“华发科技”）间接控股合并④珠海光库科技股份有限公司（以下简称“光库科技”，公司间接持股20.11%）、⑤方正科技集团股份有限公司（以下简称“方正科技”，公司间接持股比例20.14%）和⑥北京迪信通商贸股份有限公司（6188.HK，以下简称“迪信通”，公司间接持股53.27%）。此外，公司参股⑦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”，公司间接持股比例28.45%）。

截至2024年底，公司合并资产总额7292.85亿元，所有者权益1729.66亿元（含少数股东权益1201.66亿元）；2024年，公司实现营业总收入1521.23亿元，利润总额34.35亿元。

截至2025年3月底，公司合并资产总额7406.03亿元，所有者权益1720.57亿元（含少数股东权益1175.83亿元）；2025年1—3月，公司实现营业总收入470.38亿元，利润总额9.55亿元。

公司住所：珠海市拱北联安路9号；法定代表人：谢伟。

二、本期债项概况

2024年，公司收到中国银行间市场交易商协会核发的“中市协注〔2024〕MTN1055号”《接受注册通知书》。现公司计划在该注册框架下发行2025年度第八期中期票据（以下简称“本期债项”）。本期债项发行规模不超过5.00亿元（含5.00亿元），期限为3+N（3）年期，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

本期债项募集资金拟全部用于偿还到期有息债务。

本期债项无担保。

本期债项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

本期债项期限为3+N（3）年，在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

如公司选择赎回，则于赎回日前20个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告；如公司选择不赎回，则于付息日前30个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

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，本期债项的每个付息日，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。

在本期债项付息日前 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，本期债项的主承销商、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

本期债项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，本期债项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）本期债项若不赎回，则每个票面利率重置日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，公司在本期债项赎回日具有赎回权，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；本期债项的发行条款对利息支付的约束力较弱。

综合以上分析，本期债项具有公司赎回选择权、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，认为本期债项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债项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，导致本期债项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分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与ESG标准等均对企业决策与运营形成影响。展望2025年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见[《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 区域环境分析

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横琴粤澳深度合作区的建设，珠海市面临重要的发展机遇，公司外部发展环境良好。

公司重点发展的城市运营、产业投资及房地产板块部分重要项目位于珠海市，是珠海市支柱产业或未来重点发展产业。

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。2021年9月5日，中共中央、国务院印发了《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》，围绕“促进澳门经济适度多元发展”这条主线，国家赋予合作区“促进澳门经济适度多元发展的新平台、便利澳门居民生活就业的新空间、丰富‘一国两制’实践的新示范、推动粤港澳大湾区建设的新高地”四大核心战略定位。

根据《珠海市国民经济和社会发展统计公报》及《珠海市经济运行简况》，2022—2024年，珠海市分别实现地区生产总值（GDP）4045.45亿元、4233.22亿元和4479.06亿元，同比增速分别为2.3%、3.8%和3.5%。分产业看，2024年，第一产业增加值73.61亿元，同比增长3.5%；第二产业增加值1904.93亿元，同比增长4.9%；第三产业增加值2500.52亿元，同比增长2.4%。2024年，珠海市固定资产投资同比下降18.2%。分领域看，工业投资下降27.4%、房地产开发投资下降11.4%、基础设施投资下降16.8%、民间投资下降14.5%。

工业是珠海市经济增长的主要动力之一，近年来珠海市形成了家电电气业、电力能源业、石油化工业、精密机械制造业、电子信息业、天然气开采业和生物医药业共七大工业支柱产业。2022—2024年，珠海市规模以上工业增加值同比分别增长6.9%、5.8%和9.0%。2024年，七大工业支柱产业增加值比上年增长10.8%。其中，精密机械制造业、石油化工业、生物医药业、家电电气业、电子信息业和电力能源业分别增长43.2%、13.4%、9.6%、8.7%、7.3%和2.7%，天然气开采业下降2.3%。传统优势产业增加值比上年增长8.3%。其中，纺织服装业增长13.9%，食品饮料业下降15.7%，家具制造业下降3.4%，建筑材料业下降14.7%，金属制品业增长1.8%，家用电力器具制造业增长13.7%。

未来，珠海市将根据市场需求变动状况，继续建设标准化与定制式的5.0产业新空间，加强产业新空间与港澳产业发展的连接，与港珠澳大桥、珠海机场、高栏港、广珠铁路等重大基础设施功能发挥的协同，优化生产空间与生活空间、生态空间的布局。东部片区通过产业新空间建设、“三旧”改造、零碎地块整合等，把香洲区、高新区打造成为粤港澳大湾区超级科创“孵化器”，推动战略性新兴产业和未来产业加快布局；西部片区着力优配套强园区，持续加大园区基础设施投入力度，把金湾区、斗门区打造成为粤港澳大湾区有重要影响力的大型产业集聚区，加快产业导入和人口集聚；鹤洲新区以海洋为重点，推进海洋产业发展、海岛设施提升、海洋开放合作。

五、控股产业布局及子公司概况

1 业务构成

公司已形成城市产业、金融产业和科技产业三大产业集群。2022—2024 年，商贸物流、房地产开发业务收入先升后降及城市运营业务收入持续下滑致公司收入波动下降；公司综合毛利率持续下降，处于较低水平。

2022—2024 年，受商贸物流、房地产开发业务收入先升后降及城市运营业务收入持续下滑影响，公司营业总收入波动下降；房地产开发、金融投资及城市运营业务毛利率水平下滑致公司综合毛利率水平持续下滑，处于较低水平。2024 年，公司营业总收入同比下降 13.41%；除商贸物流和科技产业毛利率有所上涨外，各主要业务板块毛利率同比均有所下降，公司综合毛利率下降幅度较上年有所扩大。

分业务看，由于房地产行业景气度不佳，公司 2024 年房地产开发收入规模同比下滑 18.89%至 2022 年水平；结转房地产项目成本增加以及近年来房地产市场低迷，产品价格走低，导致毛利率持续下滑。受商业地产及住宅项目收入下滑影响，公司城市运营板块收入持续下滑，毛利率波动下滑。商贸物流收入是公司主要收入来源，但受限于行业特征和盈利模式，近年来利润率维持在低水平。随着战略性投资并购光库科技和方正科技等公司，公司科技产业收入规模持续提升；毛利率水平受益于新增控股产业盈利水平改善波动上升。金融业务收入及毛利率持续下滑，毛利率水平保持高位，全牌照业务格局逐步完善。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比上升 30.53%，主要系房地产开发业务收入规模增加所致；综合毛利率同比变动不大。

图表 1 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸物流	703.48	44.63%	0.95%	757.72	43.13%	0.75%	692.75	45.54%	0.98%	209.76	44.59%	0.79%
房地产开发	567.84	36.02%	20.62%	683.50	38.90%	17.74%	554.39	36.44%	13.57%	156.50	33.27%	7.38%
城市运营	189.31	12.01%	34.41%	182.54	10.39%	37.51%	146.69	9.64%	24.53%	55.73	11.85%	36.24%
金融投资	26.88	1.71%	82.93%	23.80	1.35%	79.36%	18.69	1.23%	72.19%	4.34	0.92%	74.58%
现代服务	36.08	2.29%	11.00%	34.60	1.97%	15.25%	36.61	2.41%	15.18%	11.15	2.37%	4.65%
科技产业	24.14	1.53%	18.60%	45.69	2.60%	13.52%	45.89	3.02%	22.90%	12.34	2.62%	19.69%
其他业务	28.63	1.81%	5.39%	29.02	1.66%	15.24%	26.21	1.72%	19.87%	20.56	4.38%	8.88%
合计	1576.36	100.00%	14.03%	1756.87	100.00%	13.10%	1521.23	100.00%	10.04%	470.38	100.00%	8.81%

注：其他业务收入包括代理业务、广告业务、工程管理等；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

2 重要子公司

公司各主要板块由下属发债子公司运营，华发综合发展和华发股份是公司资产、负债、收入和利润的主要构成，华发科技和华发投控是公司利润的重要补充。

公司各业务板块主要由下属子公司运营，主要经营主体均为发债企业。其中，城市运营业务和商贸物流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”）；现代服务业务由华发物业服务有限公司（以下简称“华发物业服务”）及庄臣控股运营；房产开发业务主要由华发股份负责运营；金融产业由珠海华发投资控股集团有限公司（以下简称“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；科技产业业务主要由华发科技负责运营。城市运营、商贸物流业务主体华发综合发展及房产开发业务主体华发股份是公司资产、负债、收入及净利润的主要来源；华发投控及华发科技是公司利润的重要补充。

图表 2 • 公司下属主要经营主体 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业简称	所属业务板块	持股比例	是否上市/发债	资产总额	负债总额	所有者权益	营业总收入	净利润	经营活动产生的现金流量净额
华发股份	房地产开发	29.59%	上市、发债	4202.95	2953.07	1249.88	599.92	14.05	159.00
华发综合发展	城市运营、商贸物流、现代服务	98.51%	发债	2175.08	1458.62	716.46	582.82	24.06	62.35

华发投控	金融投资	99.37%	发债	850.68	347.96	502.72	27.45	11.53	26.42
华发科技	科技产业	85.69%	发债	561.11	222.87	338.24	56.47	8.34	6.38
合并口径	--	--	--	7292.85	5563.19	1729.66	1521.23	21.15	211.92
公司本部	--	--	--	1672.14	1348.22	323.92	7.50	4.31	9.55

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

六、基础素质分析

1 竞争实力

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，已形成科技产业、金融产业、城市产业三大产业集群，以基础设施和城市运营、房地产开发、金融服务和科技产业为核心业务，在经营规模、区域地位、品牌影响力和多元化发展等方面具有显著优势。

2020年初，珠海市人民政府印发了《珠海州市市属国有企业重组整合方案》，按照加大国有资本布局结构战略性调整、推动优质资源向优势企业集中、理顺部分企业产权关系的改革思路进行国有资本战略性调整和重组，将珠海州市市属国有企业纳入五大国资板块，公司作为其中基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要经营主体，被赋予珠海科技投资与产业发展核心企业、珠海城市建设与城市更新核心企业与珠海金融产业创新发展核心企业三大定位，区域地位显著。近年来，公司控股产业布局保持稳定。

战略新兴产业方面，公司作为珠海市战略新兴板块的主体企业，是珠海市产业升级和助力粤澳深度合作的重要引擎，重点围绕新能源、半导体集成电路、生物医药及大健康、华发集团现有业务产业链上下游等方向开展财务投资与战略投资，华发科技位列母基金周刊“2024产业投资100强”榜单第8位、核心投资平台华金资本位列清科2023年“中国私募股权投资机构50强”第15位，珠海发展投资基金（以下简称“珠海基金”）连续五年登榜“中国政府引导基金30强”，主要投资平台全部登榜行业细分奖项30强。

基础设施和城市运营方面，公司房产开发业务在珠海市场占有率常年排第一，城市片区综合开发面积占珠海市比重近90%，华发股份拥有房地产一级开发资质，自成立以来专注于房地产领域，先后开发“华发新城”、“华发世纪城”、“华发水郡”、“华发蔚蓝堡”、“横琴首府”、“琴澳新城”等楼盘，具备丰富的住宅开发经验，品牌知名度较高，连续5年保持千亿销售规模，2024年全口径签约销售金额1054.44亿元，销售规模位列克而瑞销售榜单第10位，土地储备主要分布在华南、华东和珠海，其中一二线城市土地储备占比75.39%，土地储备城市能级较高。

现代金融方面，华发投控聚集了珠海市管企业优质国有资源，是珠海市现代金融板块的主体企业，业务覆盖证券、期货、租赁、基金、各类收益权交易平台、小微金融等多个领域，并参股银行、保险、金融租赁企业，是全国地市级国有企业中少数拥有金融牌照较为齐全的综合金融投资控股集团（控股证券公司，参股银行、保险公司等），具备很强的综合实力，在区域内竞争优势明显。

2 人员素质

公司高管专业能力强，从业及管理经验与公司产业布局匹配度高；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2025年6月底，公司董事及高级管理人员合计9人。

谢伟先生，男，1974年出生，本科学历。曾任深圳市国际企业股份有限公司董事局秘书、投资部经理，珠海铎创投资担保有限公司投行业务部总监，华发股份董事局秘书，公司总经理助理，珠海市金融投资控股有限公司副总经理等职务；现任公司党委书记、董事长。

胡传伟先生，男，1984年出生，本科学历，CFA。曾任横琴金融投资集团有限公司助理总裁、副总经理，珠海格力集团有限公司副总裁、董事、总裁等职务。现任公司董事、总经理。

截至2025年3月底，公司拥有在职员工共26239人（不含庄臣控股、维业股份、光库科技、方正科技、珠海九洲控股集团有限公司（以下简称“九洲控股”）和迪信通）。从教育程度来看，硕士研究生及以上人员占11.40%，本科人员占40.70%，大专及以下人员占47.90%。从年龄构成来看，30岁及以下员工占25.40%，31~50岁占63.20%，50岁以上占11.40%。从专业构成来看，管理、专业及支持类占60.50%，技能操作类人员占39.50%。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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 2025 年 5 月 7 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 2025 年 7 月 21 日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

七、管理分析

1 法人治理

公司已建立规范的法人治理结构。

法人治理方面，公司设立了股东会、董事会和经营管理层，实际运行情况良好。公司董事中，职工董事由公司职工（代表）大会选举产生，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；总理由董事会决定聘任或者解聘；公司不设监事会、监事，由董事会审计与风险控制委员会行使相关职权。

2 管理水平

公司制定了健全的内部管理制度，本部对下属重要子公司的管控力强，综合管理水平高。

华发集团内设战略运营与科创管理中心、战略投资管理部、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、品牌管理中心、审计管理中心、总经办和安委办等职能部门，部门设置能够满足日常管理需要，管理架构与战略和规模相匹配。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。

对子公司的管理方面，公司对控股子公司的财务、重大投资、人事等方面工作实行统一管理。公司各职能部门对子公司相关业务和管理进行指导、服务和监督，对控股子公司战略发展情况进行全程跟踪；财务管理中心定期取得并审阅各子公司的月度、季度、半年度及年度财务报告，对财务政策、资金监管、收支情况进行系统管理。

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管理办法》，适用于集团公司及全资子公司、控股子公司（不含上市公司）。集团公司资金调拨范围为各公司之间以及公司内部不同账户之间的资金划转。集团公司资金内部调拨的牵头管理部门为资金管理中心，集团财务管理中心及各公司财务职能部门是资金内部调拨的执行及协作部门。各公司原则上须在华发财务开立一般结算账户，供公司日常结算与资金归集使用。对于计划内用款，实行优先审批原则，对于计划外用款，资金内部调拨发起部门应根据公司的业务需求和资金情况提前向集团资金管理中心提出申请。集团财务管理中心或各公司财务职能部门应及时按照资金内部调拨的审批意见进行资金划转，并跟踪落实资金到位情况。

八、重大事项

1 华灿光电非公开发行股份

华灿光电非公开发行股份引入新股东，公司不再将其纳入合并范围。

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，华发科技通过定增及协议转让的方式成为华灿光电控股股东，华灿光电实际控制人为珠海市国资委。

2022 年 11 月 28 日，华灿光电公告《关于华灿光电通过向特定对象发行股票方式引入京东方的意见》（珠国资〔2022〕236 号）

(以下简称“意见”), 意见主要为同意华灿光电向京东方科技集团股份有限公司(以下简称“京东方”)定向发行 20.84 亿元, 同意公司向京东方出具关于不谋求华灿光电实际控制权的承诺函。此外, New Sure Limited 与京东方签订了《股份表决权管理协议》, 拟将其持有的华灿光电全部股份 56817391 股的表决权、提名权及其附属权利, 不可撤销地委托给京东方行使及管理。上述事项完成后, 京东方将持有华灿光电 23.08% 的股份, 控制 26.60% 的表决权; 公司将持有华灿光电 19.13% 的股份, 及相应表决权, 华灿光电实际控制人由珠海市国资委变更为北京电子控股有限责任公司。截至 2023 年 8 月 14 日, 上述事项已完成工商变更。

华灿光电从事化合物光电半导体材料与电器件的研发、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 2024 年底, 华灿光电资产总额 126.58 亿元, 所有者权益 69.33 亿元; 2024 年, 华灿光电实现营业收入 41.26 亿元, 利润总额-7.56 亿元, 亏损较上年有所收窄。

2 参与北大方正集团有限公司重组

公司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 66.51%、公司(代表珠海国资)设立的 SPV 持股约 28.50% (公司对新方正集团实际持有股权比例约为 13.97%)、债权人组成的持股平台(合伙企业)持股约 4.99%, 平安人寿设立的 SPV 为新方正集团的控股股东。2022 年 12 月 27 日、28 日重整投资人已支付全部 D 期和 E 期投资款(合计约 488 亿元), 对于债权已获确认的债权人, 方正集团等重整主体已基本完成清偿。

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%。截至 2025 年 3 月底, 公司已出资约 101 亿元受让对应新方正集团股权, 分三期支付, 其中约 40 亿元为自有资金, 其余资金已通过银团贷款等形式融资。

总体看, 新方正集团规模较大且业务多元, 重组周期预计较长, 重组思路为保留医疗板块等优质资产持续经营, 其余资产分批处置。联合资信将关注此项交易后续进展及投资回收情况。

3 控股方正科技

华发科技作为方正科技重整投资主体, 通过参与破产重整控股方正科技 23.50% 股权, 实现控股。

2022 年 11 月 24 日, 方正科技集团股份有限公司(股票代码: 600601.SH, 股票简称“*ST 方科”, 以下简称“方正科技”)发布重整公告称, 其控股股东由方正信息产业有限责任公司(以下简称“方正信息产业”)变更为珠海华实焕新方科投资企业(有限合伙)(以下简称“焕新方科”, 由华发科技间接持股 100.00%, 方正科技实际控制人变更为珠海市国资委。公告显示, 2022 年 9 月份, 北京市第一中级人民法院裁定受理方正科技重整; 10 月 27 日, 方正科技管理人发布《关于确定重整投资者的公告》, 确定华发科技为方正科技重整投资者, 并签署了《重整投资协议》。根据《重整投资协议》约定, 华发科技支付重整投资款合计人民币 20 亿元(5.4 亿元用于按协议和重整计划的规定收购 PCB 子公司对方正科技享有的普通债权中债权金额约 17.73 亿元的部分, 并全部豁免; 13.9 亿元用于按照协议和重整计划的规定支付重整费用和共益债务、清偿各类债权; 0.7 亿元拟或在低效资产处置过程中使用), 对应重整后方正科技 29.99% 的股份比例。华发科技指定焕新方科受让占重整后方正科技总股本 23.50% 的股份; 胜宏科技(惠州)股份有限公司(以下简称“胜宏科技”, 股票代码 300476.SZ)取得重整后方正科技 5.49% 的股份, 对应交易作价为 3.66 亿元, 剩余股份由华发科技在重整计划执行结束前指定给其他主体。此外, 华发科技、焕新方科与胜宏科技签署了《一致行动协议》, 权益变动完成后, 焕新方科将持有方正科技股权的 23.50%, 其与胜宏科技以及其他受让主体为一致行动人, 合计持股占方正科技总股本的 29.99%, 焕新方科将成为方正科技控股股东。截至 2023 年 3 月底, 上述变更已完成。

从主营业务来看, 方正科技的业务涵盖生产和销售 PCB 产品等。从业务协同角度来看, 华发科技直接或间接持股华灿光电、光库科技、北京国电高科科技有限公司等 PCB 需求领域公司, 有利于方正科技 PCB 业务拓客及业务延伸, 进一步促进其协同效应。

截至 2024 年底，方正科技资产总额 70.69 亿元，所有者权益 41.16 亿元，2024 年营业收入为 34.82 亿元，利润总额为 2.78 亿元，同比大幅增长 89.18%。

4 接收九洲控股

公司无偿接收珠海九洲控股集团有限公司。

2024 年 1 月 31 日，公司发布了《珠海华发集团有限公司关于收到控股股东无偿划转国有股权的通知的公告》，主要内容为：近期，公司收到珠海市国资委将九洲控股整体无偿划转至华发集团的通知（《关于将珠海九洲控股集团有限公司整体无偿划转至珠海华发集团有限公司的通知》（珠国资〔2024〕24 号））。根据通知，珠海市国资委将九洲控股整体无偿划转至华发集团，作为华发集团下属二级企业管理。目前各方正在有序推进清产核资、交接划转等各项整合工作。根据珠海市人民政府国有资产监督管理委员会《关于明确整合过渡期间九洲集团由华发集团代管的意见》（珠国资〔2025〕18 号），同意公司在整合过渡期间（自 2024 年 1 月 31 日至 2025 年 6 月 30 日），对九洲集团进行代管，在代管期内，原则上不得改变九洲集团既定经营方向及基本财务政策。

九洲控股成立于 1988 年 7 月，实际控制人为珠海市国资委，主营业务为运输、商品销售（油品销售）、旅游及餐饮服务、房地产开发等。截至 2024 年底，九洲控股资产总额 380.08 亿元，所有者权益 85.32 亿元；2024 年，九洲控股实现营业收入 140.81 亿元，净利润-10.32 亿元，主要由房地产开发业务造成。

九、经营分析

1 业务经营分析

（1）房地产开发业务

华发股份深耕珠海市场，重点布局核心一、二线城市，2022—2024 年，华发股份结转收入规模有所波动，盈利能力持续下降；新开工面积及签约销售面积持续下降，销售主要由高能级城市贡献，与城市聚焦战略相匹配，但低能级城市去化压力大，若高能级城市未能及时补货，未来可能面临一定的销售下行压力。随着在建项目推进，华发股份面临较大资本支出压力，且市场需求尚未回暖，房地产业务未来去化情况有待关注，此外，华发股份合作开发规模较大，需关注行业下行期合联营项目开发运营情况。

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责，华发综合发展从事少部分经营性房地产开发业务。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。2024 年华发股份营业收入同比下降 16.84%，利润总额同比下降 66.59%。2025 年 1—3 月，华发股份实现收入 184.84 亿元，利润总额为 4.07 亿元，同比下降 30.91%，主要系当期财务费用较上年同期增加、同时投资收益较上年同期减少所致。

2022—2024 年，华发股份分别实现营业收入 591.90 亿元、721.45 亿元和 599.92 亿元。其中，房地产销售收入分别为 567.84 亿元、683.50 亿元和 557.19 亿元。业务毛利率方面，2022—2024 年华发股份房地产销售板块毛利率持续下降，2024 年为 14.31%，同比下降 3.67 个百分点。

华发股份主要开发产品为住宅。区域拓展上，华发股份扎根珠海，确保珠海龙头地位的同时，加大对上海、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、广州等高能级城市的投资布局；采取聚焦战略，持续深耕粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江经济带等核心城市群；项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主；拓展方式多元化，除公开市场竞买外，还有合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。

华发股份合作开发规模较大，合作对象以国企和央企为主，但仍需关注行业下行期的合作方风险。此外，华发股份与部分出险的民营房企接洽，对部分现存合作项目及旧改项目完成收购，华发股份在项目尽调及风险化解方面具有一定经验，但仍需关注收购项目中的法律风险以及信用瑕疵等。

2022—2024 年，华发股份新开工面积持续下降。2024 年，由于房地产行业景气度较低，需求端持续遇冷，华发股份新开工面积同比大幅下降 53.80%，竣工面积同比下降 5.13%。截至 2024 年底，华发股份在建项目规模较大，能够保证未来的销售需求，在“保交楼”政策下，预计未来一段时期内，华发股份仍将维持较大规模的开发建设支出。

图表 3 • 华发股份房地产开发业务指标

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年
新开工面积（万平方米）	285.70	204.75	94.59
竣工面积（万平方米）	660.39	514.93	488.53

期末在建面积（万平方米）	1407.42	1189.08	835.63
签约销售面积（万平方米）	400.90	399.40	369.61
签约销售金额（亿元）	1202.41	1259.90	1054.44
签约销售均价（万元/平方米）	3.00	3.15	2.85

资料来源：联合资信根据华发股份年度报告及提供资料整理

销售方面，2022—2024 年，受房地产行业景气度持续下行影响，华发股份签约销售面积持续下降，受益于加大对高能级城市的投资，销售均价保持高位波动，签约销售金额先升后降。2024 年，由于房地产市场仍未企稳，华发股份全口径签约销售面积和签约销售金额均有所下滑，同时由于上海签约销售金额的下降以及房价的普遍下行，签约销售均价较 2023 年下降 16.31%。分区域看，2024 年华发股份房地产销售收入中珠海大区占 23.69%，华南大区（不含珠海）占 30.42%，华东大区占 43.79%，北方大区占 2.10%，前十大城市合计占 88.49%，销售集中度较 2023 年进一步提高（2023 年为 86.13%）。

近年来，华发股份采取城市聚焦战略，加大对上海、广州、深圳、北京、杭州、成都等高能级城市的投资布局。2022—2024 年，华发股份获取土地金额分别为 272.69 亿元、308.91 亿元和 18.08 亿元；楼面均价分别为 3.07 万元/平方米、1.08 万元/平方米和 1.20 万元/平方米。2022 年，华发股份加大对以上海为中心的长三角区域投资力度，城市能级提升明显，带动楼面均价同比大幅增长；2023 年，华发股份并表口径共获取 23 个项目，其中上海 5 个、杭州 4 个、南京和成都各 3 个，由于当年获取的上海项目以郊区为主，楼面均价较 2022 年下降明显；2024 年，华发股份量入为出，在房地产市场未明显好转的情况下，并表口径拿地金额同比大幅下降，2024 年全口径共获取 6 个项目，其中上海 1 个，广州 1 个，成都 3 个，西安 1 个，楼面均价同比有所提升。

截至 2024 年底，华发股份未售土地储备 1213.74 万平方米，土地储备较充足，剩余土地储备主要分布在华南、华东和珠海，一二线城市土地储备占比 75.39%，但仍有一定体量的土地储备位于三线及以下城市，在行业景气度尚未恢复的情况下，需关注低能级城市项目的去化情况。此外，从土地储备前十大城市来看，华发股份前十大城市土地储备占 78.37%，集中度较高，且在鄂州和湛江等低能级城市有较大规模的土地储备，后续去化情况值得关注。

（2）城市运营业务

城市运营板块以土地一级开发和经营性项目开发为主，未来投资规模大，存在较大的资本支出压力；随着土地一级开发项目逐渐完成，未来收入实现将依赖经营性项目的出售和出租。2022 年以来，公司经营性地产项目销售收入规模持续下滑，业务毛利率波动下降。此外，公司土地储备规模较大，区位优势。

华发集团城市运营板块业务主要由华发城市运营投资控股有限公司（华发综合发展下属子公司，以下简称“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、建筑设计、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。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主要包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目房地产开发收入；③代建业务收入；④建筑设计收入。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。

图表 4 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司城市运营板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一级土地开发	11.30	5.97%	7.24%	--	--	--	--	--	--	--	--	--
商业地产及住宅	119.49	63.12%	51.51%	115.80	63.44%	56.03%	66.36	45.24%	41.53%	43.49	78.03%	43.87%
建筑设计服务	52.84	27.91%	5.30%	62.90	34.46%	4.44%	70.34	47.95%	8.16%	10.99	19.72%	5.55%
代建业务	2.37	1.25%	-56.47%	1.30	0.71%	-46.32%	6.38	4.35%	0.07%	0.22	0.40%	-36.51%
其他	3.31	1.75%	39.50%	2.54	1.39%	54.58%	3.61	2.46%	74.10%	1.03	1.85%	57.67%
合计	189.31	100.00%	34.41%	182.54	100.00%	37.51%	146.69	100.00%	24.53%	55.73	100.00%	36.24%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

①土地一级开发

业务模式方面，公司土地一级开发业务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。

2021 年 10 月起，富山工业园土地一级开发与斗门一河两岸项目开发转为委托代建模式。目前，公司开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目和珠海北站 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园区管理委员会等签订土地一级开发协议/合作开发协议，公司负责上述 5 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。资金平衡方面，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。截至 2025 年 3 月，珠海北站 TOD 项目已完成竣工结算，金湾航空新城核心区项目协商政府后续工程安排，高新区北围项目根据政府安排正在推进新建信息北路涉铁段项目的建设。工作。

2023 年起，公司未实现一级土地开发收入主要因为根据政府安排，出让的存量用地宗数和面积减少，且出让用地位于非核心区域，价值略低，此外，公司在一级开发业务的财务确认模式¹受房地产市场低迷影响更加谨慎。2022—2024 年及 2025 年一季度，土地一级开发业务分别获得回款 0 亿元、5.84 亿元、0.39 亿元和 0 亿元。截至 2024 年底，公司应收珠海市金湾区财政局和珠海保税区管理委员会业务款分别为 21.77 亿元和 8.13 亿元。

图表 5 • 华发城市运营土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元、%）

业务板块	十字门中央商务区			珠海北站 TOD			保税区二期			高新区北围		
	2021 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
土地出让数量	1	--	--	1	--	--	3	1	--	6	--	--
出让面积	4.40	--	--	13.84	--	--	13.17	7.01	--	63.10	--	--
分成收入	1.80	--	--	2.15	--	--	1.60	0.00	--	0.00	--	--
结转开发成本	0.45	--	--	0.00	--	--	0.94	0.00	--	0.00	--	--
开发收益	1.35	--	--	2.15	--	--	0.66	0.00	--	0.00	--	--
毛利率（%）	75.11	--	--	100.00	--	--	41.11	--	--	--	--	--

注：珠海北站 TOD 项目由公司参股的珠海城轨轨道实业有限公司（未纳入公司合并范围的项目公司，持股比例 24.95%）负责，公司只获取该项目的分成收益，故毛利率为 100%
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，华发城市运营主要在建土地一级开发项目计划总投资 205.42 亿元，已完成投资 151.99 亿元，未来还需投资 53.43 亿元。

图表 6 • 截至 2025 年 3 月底华发城市运营主要在建土地一级开发项目情况（单位：平方公里、亿元）

项目名称	开发面积	总投资	已投资
十字门中央商务区	5.77	86.00	81.54
金湾航空新城	3.80	35.00	31.95
保税区二期	2.30	25.09	10.11
高新区北围	8.60	59.33	28.39
合计	20.47	205.42	151.99

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

②经营性项目

华发城市运营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

¹ 2023 年，保税区二期项目出让土地 1 宗，出让用地的建筑面积为 7.01 万平方米，为住宅用地；该项目尚未确认土地一级开发收入，主要系保税区二期的规划正在调整，项目的一级开发总投资和分成收益存在变化，经与政府协商，后续该项目的一级开发回款暂不超过已投资金额，待项目整体竣工结算后，再与公司确认最终的分成收益。2024 年，根据政府安排，公司一级开发相关用地没有出让，收到 2023 年保税区二期出让用地的部分回款约 0.39 亿元，暂未确认收入

地开展项目建设，建设完工对外出售或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。

截至 2025 年 3 月底，华发城市运营在售经营性项目累计销售面积 178.25 万平方米，累计销售金额 629.16 亿元。2024 年，华发城市运营商业地产及住宅收入同比大幅下滑 42.69%；2025 年 1—3 月，华发城市运营商业地产及住宅收入同比增长 43.48%，有所改善。

图表 7 • 截至 2025 年 3 月底公司城市运营板块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
珠海国际金融中心	15.13	40.00	13.96	5.43	15.98	--
横琴国际金融中心	13.55	33.10	12.27	9.74	45.45	42.47
四季峰景（北九）	84.21	108.83	79.91	48.81	154.56	125.13
横琴片区金融岛项目（横琴府）	43.78	77.32	36.40	18.80	92.50	92.43
横琴片区岛西项目（横琴湾）	72.39	82.25	65.31	20.25	93.12	81.88
横琴片区金融街项目（横琴荟）	37.71	57.50	32.89	21.09	99.77	23.61
湾玺壹号	18.80	19.57	18.56	14.76	52.83	--
香山湖畔苑	18.00	39.86	8.56	5.01	19.84	--
琴澳悦玺苑	4.40	7.35	4.40	2.16	6.39	--
珠海湾	59.10	56.12	58.11	2.71	6.55	--
合计	367.07	521.90	330.37	148.76	586.99	365.52

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；部分在售项目尚未竣工，故暂未确认收入；部分已售罄或规模较小的项目未纳入表格统计
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 8 • 截至 2025 年 3 月底公司城市运营板块主要在建经营性项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
横琴片区金融岛项目（横琴府）	127.91	77.32
横琴片区岛西项目（横琴湾）	178.97	82.25
横琴片区金融街项目（横琴荟）	97.01	57.50
四季峰景（北九）	219.80	108.83
琴澳悦玺苑	10.69	7.35
湾玺壹号	54.59	19.57
东澳岛酒店	9.02	7.38
北山区域城市更新项目	151.00	42.71
城市之心核心区城市更新项目	193.50	49.33
香山湖畔苑	55.00	39.86
香山湖壹号	79.15	35.58
南湾壹号苑	16.90	7.36
珠海湾（裕华聚酯项目）	187.08	56.12
深湾荟（北围 45-46T）	25.31	14.28
琴澳湾花园	28.69	15.87
观澜四季	77.71	38.69
斗门“渔光互补”集中式光伏项目	18.38	12.44
合计	1530.71	672.44

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整；尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司城市运营板块主要在建项目（含土地一级开发及经营性项目开发）总投资约 1736.13 亿元，已投资 824.43 亿元，尚需投资 911.70 亿元，存在较大资本性支出压力。

经营性项目储备方面，除一级土地开发外，截至 2025 年 3 月底公司通过招拍挂的形式取得了位于十字门中央商务区、横琴新

区、保税区、高新区、富山、阳江等 57 宗、占地面积合计 282.26 万平方米、计容建筑面积 781.66 万平方米的土地使用权，账面价值 475.97 亿元，土地性质包括住宅、商业、办公、酒店和会展等。2025 年 3 月，珠海市政府已完成对公司 5 宗土地的收储，总占地面积约 21.2 万 m²，计容建面合计约 60.8 万 m²，收储价格约 33.16 亿元。

③委托代建

公司委托代建项目分为两种模式。第一种模式下，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）。上述项目已建设完毕并移交，累计完成投资 12.22 亿元。2022—2024 年，华金公司分别确认上述项目代建收入 0.28 亿元、0.28 亿元和 0.37 亿元，分别收到回款 0.30 亿元（含税）、0.30 亿元（含税）和 0.40 亿元（含税）。第二种模式下，政府与公司签订相关委托代建协议，委托公司及下属子公司进行项目综合建设，开发用地及开发资金均来源于政府，公司无需筹资。项目建设完毕后，政府与公司进行成本核算和验收结算，公司根据实际工程进度收取委托代建管理费用。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建代建项目计划总投资 112.70 亿元，已完成投资 85.81 亿元，开发资金均来源于政府，公司无需筹资。

图表 9 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目	建设期间	自有资金比例	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
					2025 年	2026 年	2027 年
富山产业新城	2021-2025	--	25.11	23.73	1.03	0.35	--
斗门“一河两岸”	2021-2026	--	7.51	5.74	0.44	0.70	0.63
湖心新城基础设施建设项目	2022-2026	--	10.00	6.14	1.09	1.70	1.00
横琴子期中学	2023-2026	--	4.23	2.74	0.58	0.91	--
珠海市北区水质净化厂二期及地面公共服务设施工程	2023-2026	--	17.11	4.12	1.92	3.00	5.00
动力电池生产基地建设项目	2022-2025	--	8.50	8.39	0.16	--	--
中山大学珠海校区	2018-2025	--	40.24	34.95	0.76	--	--
合计	--	--	112.70	85.81	5.98	6.66	6.63

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

④建筑设计服务

公司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。维业股份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。

2024 年，公司实现合并口径建筑设计收入 70.34 亿元，毛利率为 8.16%。2024 年，维业股份实现营业总收入 117.66 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），同比下滑 24.23%，利润总额为 0.60 亿元，同比下降 9.06%，主要系应收账款计提的减值损失较上期增加所致。

（3）金融投资

公司金融投资业务涵盖证券、资管、交易平台、普惠金融、商业保理、期货等，并参股银行、融资租赁等金融机构。近年来，金融投资业务收入较为稳定且可持续贡献投资收益。公司金融投资业务尚处于发展期，随着监管、合规政策趋严，风控能力有待提升。

华发集团金融投资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 2025 年 3 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。

公司金融投资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、对外投资所获取的投资收益及金融资产公允价值变动损益。2022—2024 年华发集团金融投资收入规模较为稳定。2024 年，公司金融收入包括利息收入 4.46 亿元、手续费及佣金收入 2.95 亿元和其他金融收入 11.27 亿元。2022—2024 年，华发投控分别实现投资收益 12.84 亿元、9.42 亿元和 12.63 亿元。

（4）科技产业

公司科技产业以华发科技为主体快速发展，主要围绕新能源、半导体集成电路、生物医药及大健康三大行业开展产业投资和运营，承担区域招商引资责任，引进并培育优质企业落地珠海，板块收入规模持续提升。

公司利用自身产业与资金优势，成立科技产业集群，以华发科技为核心平台，截至 2025 年 3 月末，投资主体包括华金资本（持股比例 28.45%，未纳入合并范围）、英飞尼迪投资控股集团有限公司（持股比例 61.67%，未纳入合并范围）和珠海科技创业投资有限公司等。华发科技已形成产业运营、产业投资、产业招商协同联动的战略格局；运营主要围绕新能源、半导体集成电路、生物医药及大健康三大行业。

产业运营方面，公司锁定新能源、半导体、医疗健康等核心赛道及现有业务产业链上下游等方向，通过内生式增长和外延式并购，推动实体产业布局。目前，华发科技战略控股企业 6 家，包括 2 家上市公司（光库科技及方正科技）；战略参股企业 14 家，包括上市公司高景太阳能股份有限公司（以下简称“高景太阳能”）、上海爱旭新能源股份有限公司（以下简称“爱旭股份”）等。

产业投资方面，公司以华金资本、英飞尼迪、珠海科创投、珠海基金等四大投资平台为主体，重点布局高端制造、医疗健康、互联网与新兴科技、消费升级等新兴产业领域。截至 2025 年 3 月末，已累计投资海内外 400 多家行业领军企业和高成长性创新企业，110 家已上市或过会。

产业招商方面，公司主要为珠海引进并培育优质制造业产业企业，围绕现代产业体系，公司依托多元化业务格局以及全国化布局优势，通过圈层招商、投引招商、地图招商、链式招商、渠道招商和服务招商等方式构建招商体系，以及集投融资服务、专业服务、物流及营销服务、公共服务、物业服务等“五位一体”的综合服务体系。截至 2025 年 3 月底，公司已引进奕斯伟半导体材料、京东方华灿 Micro LED 项目、高景太阳能、爱旭股份等产业立柱项目；5.0 产业新空间招引项目共 114 个，华发科创产业园招引项目 218 个，重点围绕光伏、储能、半导体、生物医药等战略性新兴产业，累计招引培育产业项目超 500 个。

截至 2024 年底，华发科技合并口径资产总额为 561.11 亿元，所有者权益合计为 338.24 亿元；2024 年营业收入 56.47 亿元，利润总额为 10.35 亿元（投资收益 12.15 亿元）。截至 2025 年 3 月末，华发科技本部主要所持 A 股上市公司股权市值约为 96.81 亿元，均未质押。

图表 10 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司科技产业板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子器件销售及服务	22.96	95.12%	18.58%	44.79	98.04%	14.19%	45.29	98.70%	24.19%	11.95	96.85%	22.57%
信息技术服务	0.89	3.69%	26.51%	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他	0.29	1.19%	-4.01%	0.90	1.96%	-20.11%	0.60	1.30%	-74.19%	0.39	3.15%	-68.98%
合计	24.14	100.00%	18.60%	45.69	100.00%	13.52%	45.89	100.00%	22.90%	12.34	100.00%	19.69%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

①基金管理与投资

公司积极通过与外部机构成立股权投资管理基金的方式进行项目投资，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。

2017 年 7 月份，根据珠海市政府《市政府常务会议决定事项通知》（珠办会函[2017]57 号），决定组建珠海基金。珠海基金母基金规划设立总规模 200 亿元，已分期设立一、二期基金，由珠海发展投资基金管理有限公司（华发投控子公司）担任基金管理人。截至 2025 年 3 月末，珠海基金一期已签署合伙协议或投资协议的子基金及项目共计 32 个，基金及项目总规模 1013.30 亿元，

其中珠海基金一期认缴出资 104.86 亿元，社会资本方认缴出资 908.44 亿元，子基金认缴规模放大倍数为 9.66 倍。珠海基金二期已签署合伙协议或投资协议的产业类子基金及项目共计 12 个，基金总规模 262.08 亿元，其中珠海基金认缴出资 27.04 亿元，社会资本方认缴出资 235.04 亿元，子基金认缴规模放大倍数为 9.69 倍。

截至 2025 年 3 月末，珠海基金一期累计取得投资收益 110075.87 万元，珠海基金二期累计取得投资收益 224.27 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。

② 电子器件销售及服务

公司电子器件销售及服务经营主体主要为方正科技、光库科技、华灿光电（现已出表）以及珠海华冠科技股份有限公司。2023 年起，受益于新并表方正科技收入的贡献，公司电子器件销售及服务业务板块收入同比大幅增长。

采购方面，光库科技采购内容主要包括光学材料和机械件，其中光学材料主要为光纤及各类光学元件（主要包括晶体、法拉第片、滤波片等）；采购模式主要包括批量采购、定量采购即物料需求计划采购及零星采购等方式；生产及物料控制部门每月初根据前 3-12 个月材料消耗情况制定材料的库存目标，对于连续发生使用超过 3 个月的原材料，实行安全库存制度进行批量采购，对于连续发生使用不超过 3 个月的原材料光库科技根据生产计划、手持订单及库存量，确定采购计划，即按照生产进度需求进行采购；2024 年，光库科技前五大供应商采购额占年度采购总额比例为 16.53%，集中度较低。方正科技主要采购产品为板料和金盐等，采购模式主要包括批量采购、定量采购即物料需求计划采购及零星采购等方式，结算方式主要为票据和银行电汇；2024 年，方正科技前五大供应商采购额占年度采购总额比例为 40.84%，集中度一般。

销售方面，光库科技销售整体采用“直销为主、少量经销”模式，国内市场全部采用直销模式，国外市场销售采用“直销为主，少量经销”的模式，与经销商均已签署经销协议；光库科技销售部门负责制定公司销售计划，开发新客户、维护老客户及取得订单，当客户发生采购需求时，销售部人员及时反馈给公司研发、工程、生产、采购等各部门，进行技术可行性评估和经济可行性评估，评估通过后编制报价单并向客户报价，客户审核通过报价及样品验证后，根据光库科技产能、价格及质量等因素向公司确定订单数量；2024 年，光库科技前五大客户销售额占年度销售总额比例为 38.12%，集中度一般。方正科技 PCB 主要销售产品为印刷电路板，分为境内销售、境外销售，主要服务于全球各电子领域的中高端客户，以银行电汇方式结算为主；2024 年，方正科技前五大客户销售额占年度销售总额比例为 48.61%，集中度较高。

（5）商贸物流

公司商贸物流业务为营业收入提供了重要支撑，但盈利能力弱。

华发集团商贸物流板块由珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）和迪信通负责，具体业务包括大宗商品批发业务和移动通信设备及配件业务。

① 大宗商品批发业务

2022—2024 年和 2025 年一季度，公司分别实现大宗商品批发收入 566.30 亿元、584.80 亿元、513.83 亿元和 164.04 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 0.33%、0.25%、0.32%和 0.21%。大宗商品批发业务主要由华发商贸和香港华发运营，贸易品种涵盖钢材、燃料油、化工产品、铜矿石、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转变为有色金属和铜矿石。截至 2024 年底，华发商贸总资产 169.36 亿元，所有者权益 18.91 亿元；2024 年实现营业收入 381.83 亿元，净利润 1.51 亿元。

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。

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。2024 年，公司商品批发业务前五大供货商采购金额占比 32.55%，集中度较上年有所上升（2023 年为 28.90%），结算方式主要为货到付现款（对国内上游供货方）及 90 天信用证结算（对进口贸易中国外供货方）。下游销售商方面，华发商贸根据下游客户信用等级不同通常给予 45~60 天的账期或采取现款结算，香港华发大宗商品批发多以 60 天和 90 天信用证结算。2024 年，公司商品批发业务前五大销售商销售金额占比合计 45.87%，集中度较上年增加 7.79 个百分点。

② 移动通信设备及配件

公司移动通信设备及配件业务收入的经营主体为迪信通，主营业务为销售及分销移动通讯设备及配件以及提供增值服务。

移动通信设备及配件业务采购模式为总部“集采”（由总部几个主体统一向上游供应商采购，然后分给子公司零售或批发）和子公司“地采”（各地子公司向当地上游供应商直接采购）相结合；结算方式主要为现款，部分存在账期或票据；销售和结算模式为批发业务，主要对加盟商分销和第三方客户分销，加盟商分销结算根据不同情况有不同信用额度，第三方客户分销基本为先款后货，无账期。

2022—2024 年及 2025 年一季度，公司分别实现移动通信设备及配件业务收入 133.14 亿元、167.68 亿元、177.45 亿元和 45.65 亿元；同期，毛利率分别为 3.33%、2.43%、2.86%和 2.85%。

（6）现代服务

现代服务板块经营整体保持稳定，丰富了公司业务多样性。

公司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。

图表 11 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司现代服务板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业管理	32.38	89.73%	12.21%	27.41	79.23%	11.94%	29.30	80.03%	11.30%	9.45	84.74%	1.15%
会展业务	0.31	0.86%	-218.23%	1.07	3.09%	3.25%	0.91	2.49%	-52.49%	0.19	1.69%	-78.09%
酒店业务	3.08	8.54%	17.09%	4.89	14.12%	34.75%	4.97	13.57%	45.30%	1.40	12.53%	43.39%
其他	0.31	0.87%	51.91%	1.23	3.56%	22.17%	1.43	3.91%	33.23%	0.12	1.04%	-42.02%
合计	36.08	100.00%	11.00%	34.60	100.00%	15.25%	36.61	100.00%	15.18%	11.15	100.00%	4.65%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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。华发物业管理的物业可以分为华发集团内部项目物业及外部项目物业。内部项目物业是指华发集团或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，物业管理费由物业管理公司直接向业主收取。华发集团内部物业一般直接由华发物业负责管理，外部物业一般通过竞标等方式取得，结算方式包括月结、半年结和年结。

庄臣控股自 1979 年开始在香港提供清洁环卫服务，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、食环署等政府职能单位以及香港大学等商业客户。

2 未来发展

公司发展战略清晰，未来通过转型发展，经营实力有望进一步提升。

“十四五”时期，在深化国企改革、粤港澳大湾区规划落实、珠海及横琴粤澳深度合作区加速发展等众多利好支撑下，公司将深入贯彻党的二十大精神，坚持高质量发展硬道理，聚焦珠海科技投资与产业发展核心企业、珠海城市建设与城市更新核心企业和珠海金融产业创新发展核心企业“三大定位”，全力以赴推动科技、城市、金融三大集群纵深发展，努力成为“具有世界格局的科技创新、产业引领的世界 500 强企业”。

十、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022—2023 年财务报告进行了审计，广东中诚信会计师事务所（特殊普通合伙）²对 2024 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2022 年，公司新增纳入合并范围子公司 119 家，减少子公司 36 家，其中注销子公司 29 家。2023 年，公司新增纳入合并范围子公司 182 家，减少子公司 71 家，其中注销子公司 29 家；2024 年，公司新增纳入合并范围子公司 311 家，其中

² 根据公司 2025 年 2 月 14 日披露的公告，公司原审计机构致同会计师事务所（特殊普通合伙）任期届满，经过公司公开选聘，聘用广东中诚信会计师事务所（特殊普通合伙），本次审计机构变更已履行相关决策程序，属于公司正常经营活动范围。

通过非同一控制下企业合并取得子公司 13 家，其余主要系新设子公司；减少子公司 51 家，其中注销子公司 33 家。2025 年 1—3 月，公司新增子公司 30 家，减少子公司 21 家。上述合并范围变化主要系华发股份新设或注销房地产项目公司，对公司财务数据可比性影响较小。

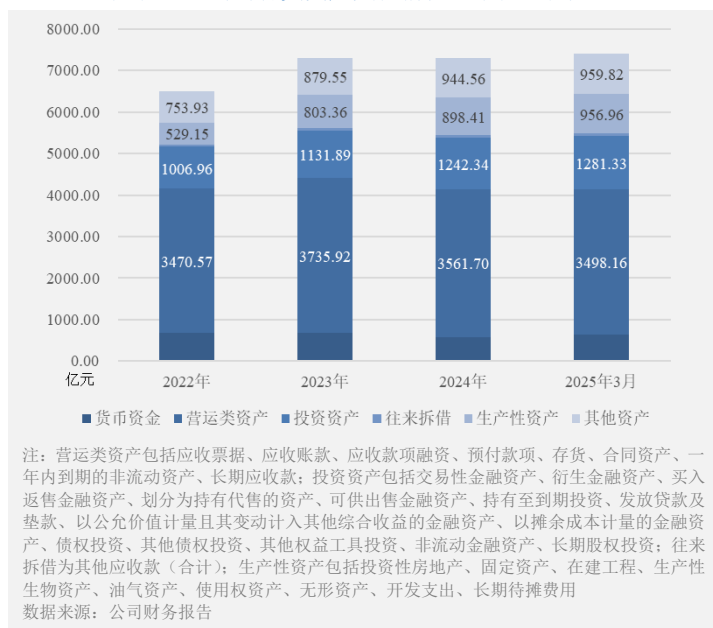
1 资产质量

2022—2024 年末，公司资产规模波动增长，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，但需关注房地产市场低迷对库存去化，以及受限资产规模较大对资产流动性的影响。

2022—2024 年末，随着各主营业务板块持续发展，公司资产规模波动增长，年均复合增长率为 5.89%。截至 2024 年底，公司总资产为 7292.85 亿元，较上年底变动不大，主要包括货币资金、房地产项目及投资类资产等。截至 2024 年底，公司存货主要由开发成本（以房地产项目为主，此外包括部分市政项目、土地开发成本）、开发产品、出租开发产品及库存商品等构成，较上年底减少 4.93%，其中，拿地力度下降致开发成本账面价值较上年底减少 530.13 亿元至 2277.89 亿元；开发产品较上年底增加 351.49 亿元至 1011.64 亿元，主要由珠海本地、长三角地区及二线城市的地产项目构成，去化压力加大；存货跌价准备/合同履约成本减值准备余额 32.98 亿元，较上年底增加 12.52 亿元，主要由开发产品与开发成本形成。公司其他流动资产主要由拆出款项及其他（492.78 亿元）和预交税费（138.72 亿元）构成，较上年底略有减少，主要由华发股份向合营企业、联营企业以及合作方拆出资金构成。公司投资类资产主要由债务工具投资、权益工具投资、出资有限合伙企业的份额、对金融类及房地产类参股公司等构成，能够形成较为稳定的投资收益。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额和构成较 2024 年底变化不大。

图表12 • 公司各类资产变化情况（单位：亿元）



图表13 • 2024年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占总资产比例	受限原因
货币资金	78.98	1.08%	承兑汇票保证金、存放中央银行款项、定期存单、监管账户保证金等
存货	917.65	12.58%	借款抵押
固定资产	61.50	0.84%	借款抵押、为有限产权的人才住房
投资性房地产	349.63	4.79%	借款抵押
其他	45.77	0.63%	借款抵押等
合计	1453.53	19.93%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益规模保持稳定，少数股东损益占比大，权益稳定性较弱。

2022—2024 年末，公司所有者权益保持稳定，年均复合增长 1.31%。截至 2024 年底，公司所有者权益 1729.66 亿元，较上年底下降 1.30%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 30.53%，少数股东权益占比为 69.47%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 9.78%、10.78%、0.26%和 1.93%，所有者权益结构稳定性较弱。2022—2024 年末，公司其他权益工具分别为 135.66 亿元、117.00 亿元和 127.07 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。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 1720.57 亿元，较上年底变化不大。

(2) 负债

2022—2024 年末，公司有息债务规模持续增长，整体债务负担很重。

2022—2024 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 7.45%；公司全部债务年均复合增长 7.93%。截至 2024 年底，公司全部债务为 3491.55 亿元，占同期末负债总额的 62.76%，其中金融机构借款约占 59.89%、债券及资产证券化约占 32.55%、其他约占 7.56%。担保结构方面，信用债务、保证债务和抵押债务分别占 39.27%、37.77%和 21.35%。2022—2024 年末，公司合同负债分别为 908.47 亿元、1017.02 亿元和 928.76 亿元，主要为预收售房款（2024 年底余额为 910.92 亿元）。

从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.77%、67.83%和 56.82%；若将公司发行的永续债（其他权益工具）计入有息债务，截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率（调整后）和全部债务资本化比率（调整后）分别为 78.91%和 70.80%，债务负担很重。债务期限结构方面，同期末，公司 1 年以内、1~2 年和 2~3 年分别占 37.61%、19.06%和 14.32%。

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入波动下降，利润构成以经营性利润和投资收益为主，2024 年，投资收益成为公司的核心利润来源。总体看，公司盈利能力很强。

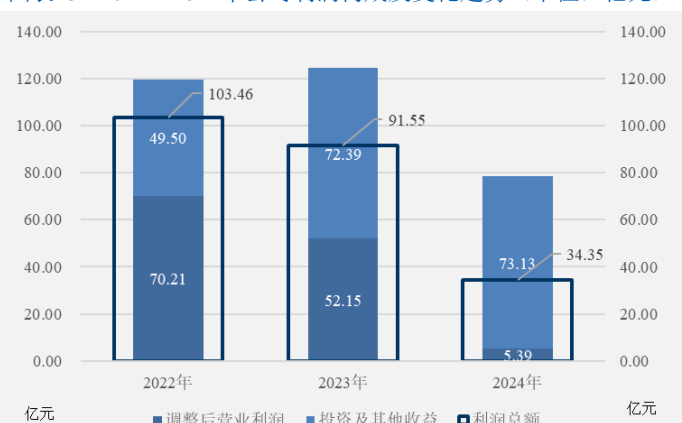
2022—2024 年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降 1.76%，经营性利润受到毛利率下滑及期间费用增加的共同影响，持续下降。2024 年，公司经营性利润占利润总额比例由上年的 56.96%下滑至 15.69%，金融及产业投资等形成的投资收益成为利润总额的主要来源（占利润总额比例为 127.33%），具有较强的可持续性；公允价值变动收益（占利润总额比例为 56.49%）主要为按公允价值计量的投资性房地产和其他非流动金融资产公允价值变动收益，同比下降 46.27%，可持续性一般；资产减值损失同比略有增长，主要为发生存货跌价损失 17.88 亿元，系房地产行业下行压力较大，公司对部分存货计提了跌价准备所致；信用减值损失同比增长 102.03%，主要系迪信通和华发股份坏账准备增加所致。

图表14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	1576.36	1756.87	1521.23
毛利润	221.20	230.17	152.76
期间费用	104.96	120.71	117.73
投资收益	35.30	24.97	43.73
公允价值变动收益	7.73	36.12	19.40
利润总额	103.46	91.55	34.35
营业利润率（%）	11.11	9.84	8.09
总资本收益率（%）	2.24	1.87	1.19
净资产收益率（%）	4.22	2.99	1.22

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表15 • 2022—2024年公司利润构成及变化趋势（单位：亿元）



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

4 现金流

公司经营活动现金流净额波动下滑，收入实现质量持续下滑，经营获现能力一般；受购地支出以及对外投资规模较大影响，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。

2022—2024 年，公司经营活动现金流净额维持净流入。2024 年，受房地产开发业务拖累，公司经营活动现金流净额同比大幅下滑；现金收入比持续下滑，经营获现能力一般；2022—2024 年，受土地储备及自有房建类项目支出、对外投资支出等维持在较大规模影响，公司投资活动持续表现为大幅净流出，且明显大于经营活动现金净流入规模，加之债务偿还金额逐年快速增长，公司对外融资需求较大；公司主要依赖于银行借款、债券发行来弥补资金缺口，需持续关注资本市场及融资监管政策变化。公司现金及现金等价物净增加额持续为负，但现金及现金等价物余额（2024 年底为 509.01 亿元）仍保持较高水平。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	2112.97	2095.10	1685.39	454.14

经营活动现金流出小计	1650.33	1496.41	1473.47	396.32
经营现金流量净额	462.64	598.68	211.92	57.82
投资活动现金流入小计	343.71	434.14	308.80	62.72
投资活动现金流出小计	1151.01	1449.99	697.83	112.46
投资活动现金流量净额	-807.29	-1015.85	-389.02	-49.74
筹资活动前现金流量净额	-344.65	-417.16	-177.11	8.07
筹资活动现金流入小计	2191.56	2644.06	2467.70	697.63
筹资活动现金流出小计	1912.48	2250.12	2365.32	641.57
筹资活动现金流量净额	279.08	393.94	102.38	56.06
现金收入比	124.79%	109.84%	102.53%	91.90%
现金及现金等价物净增加额	-63.49	-25.23	-74.28	64.04

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现较好，或有负债风险可控，融资渠道通畅。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	181.50	159.13	156.35
	速动比率（%）	63.51	53.02	52.37
	经营现金/流动负债（%）	17.09	18.08	6.60
	经营现金/短期债务（倍）	0.50	0.50	0.17
	现金短期债务比（倍）	0.82	0.62	0.52
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	158.11	157.29	94.86
	全部债务/EBITDA（倍）	18.96	21.28	36.81
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.18	0.06
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.13	1.06	0.68
	经营现金/利息支出（倍）	3.29	4.04	1.52

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，公司流动资产对流动负债的保障程度较好，现金类资产对短期债务保障能力一般，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；EBITDA、经营现金可对利息支出形成较好覆盖。整体看，公司偿债指标表现较好。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额 184.65 元，被担保方主要为公司关联方，或有负债风险可控。

截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

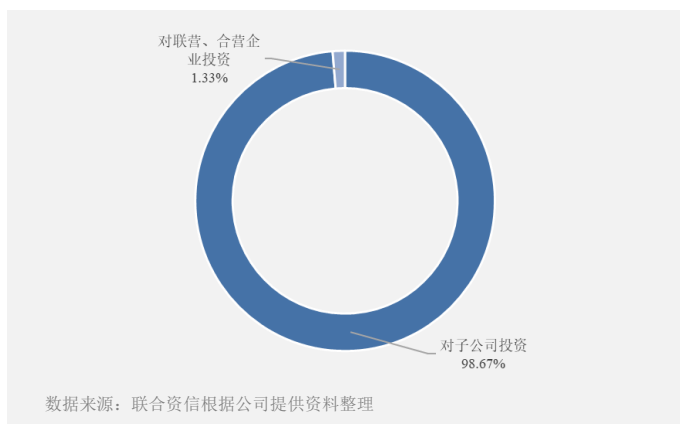
截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信总额 5158.51 亿元，尚未使用额度 2564.42 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司直接或间接控股多家上市公司，直接融资渠道畅通。

6 公司本部财务分析（母公司）

公司资产及业务主要集中于子公司，本部收入规模小，利润主要来自投资收益；公司本部承担部分融资职能，资金主要用于下属公司业务发展，本部实际债务负担很重。

截至 2024 年底，公司本部资产主要为子公司及联营企业股权、以及对子公司的资金拆借。其中，货币资金 55.14 亿元；长期股权投资 1040.99 亿元，较上年底增长 0.90%；其他应收款 446.01 亿元（主要为对子公司的统借统还款）。

图表18 • 2024年末公司本部长期股权投资构成



图表19 • 2024年末公司本部其他应收款前五情况

(单位：亿元)

单位名称	账龄	金额	占其他应收款总额比例
客商一	1 年以内、1-2 年、2-3 年、3-4 年	172.15	39.70%
客商二	1 年以内、1 至 2 年	91.61	21.12%
客商三	1 年以内	46.32	10.68%
客商四	1 年以内、1-2 年	44.22	10.20%
客商五	1 年以内	28.40	6.55%
合计	--	382.70	88.25%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司本部利润主要来源于投资净收益。2024 年，公司本部实现营业总收入 7.50 亿元，净利息支出（利息费用-利息收入）为 27.38 亿元，投资收益为 23.55 亿元，利润总额为 2.60 亿元。

图表 20 • 2022—2024 年公司本部取得投资收益收到的现金情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
取得投资收益收到的现金	6.58	15.20	11.09

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 21 • 2022—2024 年公司本部投资收益表现（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
成本法核算的长期股权投资收益	6.26	2.69	22.33
权益法核算的长期股权投资收益	0.73	0.84	0.30
处置长期股权投资产生的投资收益	19.04	34.84	0.89
持有其他非流动金融资产期间取得的投资收益	0.10	0.20	0.02
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	--	2.74	0.01
合计	26.13	41.31	23.55

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年底，公司本部全部债务为 1123.40 亿元，占合并口径全部债务的 32.17%。其中，短期债务占全部债务的 47.44%；全部债务资本化比率 77.62%。截至 2025 年 3 月底，公司本部所有者权益 328.68 亿元，其他权益工具（永续债）130.67 亿元，实际债务负担很重。

偿债能力方面，2024 年，公司本部经营活动现金净流入 9.55 亿元，取得投资收益收到的现金 11.09 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 8.46 亿元（主要为子公司支付给本部的利息），无法覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 53.11 亿元，存在一定利息支付压力。截至 2024 年底，公司本部现金短期债务比为 0.11 倍；长期来看，截至 2024 年底，公司本部现金类资产、应收子公司统借还款及股权类资产合计对本部全部债务可形成一定保障，债务偿还依赖再融资。考虑到公司设立有财务公司，并有集团内资金调拨机制，公司本部在资金调用方面具有一定弹性。

十、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度健全。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司积极推动绿色低碳融入业务和运营管理全流程，建设环境友好型和资源节约型企业，并通过重点投资绿色产业、扩大绿色租赁资金投入规模等方式推动绿色实体产业发展；此外，公司大力布局光伏新能源赛道，致力于打造全国新能源产业领先企业。

社会方面，公司设置了合理完善的员工激励机制和培养体系，人员稳定性尚可；公司参与多项珠海市重大城市基础设施建设，在新兴科技领域投资规模显著，对于促进地方经济产业发展具有重要作用，社会贡献度很高。

治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度健全。

十二、外部支持

1 支持能力

政府支持能力较强。

珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。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》及《珠海市经济运行简况》，2022—2024 年，珠海市分别实现地区生产总值（GDP）4045.45 亿元、4233.22 亿元和 4479.06 亿元，同比增速分别为 2.3%、3.8%和 3.5%。分产业看，2024 年，其中，第一产业增加值 73.61 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 1904.93 亿元，同比增长 4.9%；第三产业增加值 2500.52 亿元，同比增长 2.4%。

2022—2024 年，珠海市分别实现一般公共预算收入 437.21 亿元、482.51 亿元和 475.16 亿元，同比增速分别为-2.4%、10.3%和 -1.5%。2024 年，珠海市实现税收收入 292.87 亿元，下降 2.4%。同期，珠海市一般公共预算支出 648.39 亿元，同比下降 3.5%；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 73.28%，自给率同比有所提升。截至 2024 年底，珠海市政府债务余额 1519.92 亿元，其中专项债务余额 1183.06 亿元，一般债务余额 336.86 亿元。整体看，珠海市政府具有较强的综合实力。

2 支持可能性

公司作为珠海市基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要经营主体，区域地位显著。近年来，公司获得珠海市国资委在资产注入等方面的有力支持，政府支持可能性很大。

公司作为珠海市基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要经营主体，区域地位显著。

2021 年起，珠海市国资委先后以货币资金形式向公司增加资本金人民币 158 亿元，公司资本实力有所提升。

2022 年 6 月 7 日，公司将以珠海市国资委投入的增资款形成的资本公积 151.94 亿元全部转为注册资本，公司注册资本变更为 169.20 亿元，所有者权益稳定性得到提升。

2024 年 1 月，珠海市国资委将九洲控股整体无偿划转至公司，作为公司下属二级企业管理，进一步提升公司资产实力。

总体看，公司的国资背景、区域职能定位以及部分业务的专营性特征有利于其持续获得政府支持。

十二、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司现有债务影响小。

本期债项具有续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债项清偿顺序等同于其他同类债务，同时，利率重置条款设置使本期债项不赎回的可能性较小，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。

本期债项拟发行规模不超过 5.00 亿元（含 5.00 亿元），按最大发行规模 5.00 亿元测算（下同），占 2025 年 3 月底公司长期债务的 0.22%，全部债务的 0.14%，对公司现有债务的影响小。考虑到本期债项募集资金全部用于偿还到期有息债务，发行后公司实际债务负担变化不大。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入量对本期债项发行后长期债务的保障能力尚可，考虑到公司区域竞争优势显著，融资渠道畅通，均为本期债项的偿还提供有效支撑。

以 2024 年财务数据为基础，以本期债项发行金额上限 5.00 亿元进行测算，预计发行后公司长期债务上升至 2249.84 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 0.75 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，可对本期债项的偿付提供有效支持。

图表 22 • 本期债项偿还能力测算

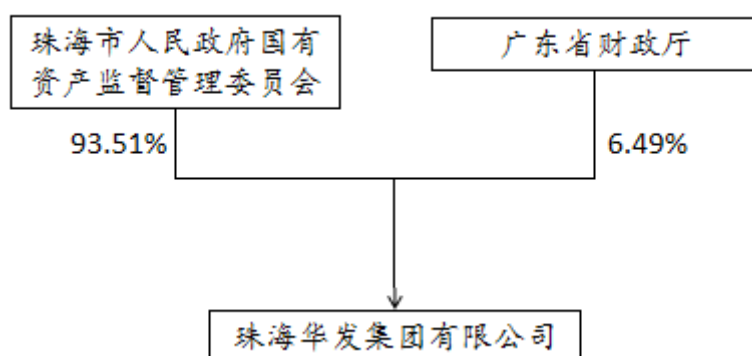
项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	2249.84
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.75
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.09
发行后长期债务/EBITDA（倍）	23.72

注：发行后长期债务为将本期债项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

十三、评级结论

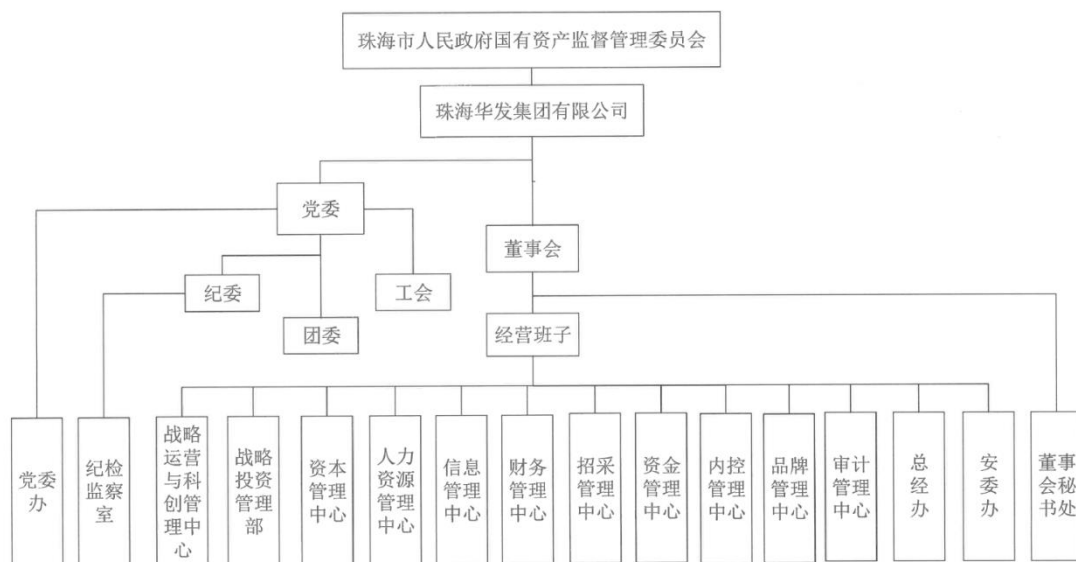
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 6 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	760.47	747.17	651.18	701.21
应收账款（亿元）	97.66	106.48	104.32	107.41
其他应收款（亿元）	57.86	69.04	62.30	67.92
存货（亿元）	3194.95	3512.95	3339.78	3232.95
长期股权投资（亿元）	548.44	557.77	624.94	623.27
固定资产（亿元）	177.71	223.00	234.82	236.69
在建工程（亿元）	70.46	39.96	37.64	40.03
资产总额（亿元）	6504.04	7296.49	7292.85	7406.03
实收资本（亿元）	169.20	169.20	169.20	169.20
少数股东权益（亿元）	1119.18	1234.79	1201.66	1175.83
所有者权益（亿元）	1685.25	1752.48	1729.66	1720.57
短期债务（亿元）	923.70	1206.77	1246.71	1364.63
长期债务（亿元）	2073.84	2139.94	2244.84	2263.93
全部债务（亿元）	2997.53	3346.71	3491.55	3628.56
营业总收入（亿元）	1576.36	1756.87	1521.23	470.38
营业成本（亿元）	1355.16	1526.69	1368.47	428.95
其他收益（亿元）	4.79	6.96	5.01	0.67
利润总额（亿元）	103.46	91.55	34.35	9.55
EBITDA（亿元）	158.11	157.29	94.86	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1967.20	1929.75	1559.65	432.30
经营活动现金流入小计（亿元）	2112.97	2095.10	1685.39	454.14
经营活动现金流量净额（亿元）	462.64	598.68	211.92	57.82
投资活动现金流量净额（亿元）	-807.29	-1015.85	-389.02	-49.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	279.08	393.94	102.38	56.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.19	11.09	9.35	--
存货周转次数（次）	0.45	0.46	0.40	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.25	0.21	--
现金收入比（%）	124.79	109.84	102.53	91.90
营业利润率（%）	11.11	9.84	8.09	6.38
总资本收益率（%）	2.24	1.87	1.19	--
净资产收益率（%）	4.22	2.99	1.22	--
长期债务资本化比率（%）	55.17	54.98	56.48	56.82
全部债务资本化比率（%）	64.01	65.63	66.87	67.83
资产负债率（%）	74.09	75.98	76.28	76.77
流动比率（%）	181.50	159.13	156.35	151.92
速动比率（%）	63.51	53.02	52.37	54.21
经营现金流动负债比（%）	17.09	18.08	6.60	--
现金短期债务比（倍）	0.82	0.62	0.52	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.13	1.06	0.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.96	21.28	36.81	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；3. 合并口径长期应付款、其他非流动负债中有息部分已计入长期债务计算；4. 2022—2025 年 3 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 135.66 亿元、117.00 亿元、127.0 亿元和 127.83 亿元，未纳入有息债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	52.78	50.35	60.14	109.03
应收账款（亿元）	0.09	5.15	5.73	4.79
其他应收款（亿元）	330.88	328.40	446.01	374.48
存货（亿元）	0.15	0.15	0.15	0.15
长期股权投资（亿元）	874.43	1031.69	1040.99	1047.47
固定资产（亿元）	2.93	2.73	2.55	2.50
在建工程（亿元）	0.00	0.60	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1381.55	1510.12	1672.14	1650.94
实收资本（亿元）	169.20	169.20	169.20	169.20
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	304.96	314.67	323.92	328.68
短期债务（亿元）	399.92	650.00	532.92	594.23
长期债务（亿元）	570.95	470.10	590.48	550.67
全部债务（亿元）	970.87	1120.11	1123.40	1144.90
营业总收入（亿元）	4.06	6.36	7.50	0.26
营业成本（亿元）	1.49	0.59	1.05	0.03
其他收益（亿元）	0.04	0.04	0.04	0.01
利润总额（亿元）	3.05	16.32	2.60	-5.46
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.72	1.11	6.20	1.00
经营活动现金流入小计（亿元）	8.90	7.77	14.66	1.71
经营活动现金流量净额（亿元）	3.38	4.48	9.55	1.02
投资活动现金流量净额（亿元）	-28.81	-64.12	-26.16	-0.11
筹资活动现金流量净额（亿元）	-118.40	54.21	20.56	47.99
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.21	2.43	0.94	--
存货周转次数（次）	2.05	3.87	6.85	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	42.33	17.51	82.64	384.62
营业利润率（%）	52.20	88.78	84.69	85.90
总资本收益率（%）	3.04	4.06	3.09	--
净资产收益率（%）	1.00	5.12	1.33	--
长期债务资本化比率（%）	65.18	59.90	64.58	62.62
全部债务资本化比率（%）	76.10	78.07	77.62	77.69
资产负债率（%）	77.93	79.16	80.63	80.09
流动比率（%）	84.00	57.69	69.10	64.86
速动比率（%）	83.97	57.67	69.08	64.84
经营现金流动负债比（%）	0.67	0.62	1.26	--
现金短期债务比（倍）	0.13	0.08	0.11	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收结算担保金+衍生金融资产+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+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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

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。