

信用评级公告

联合〔2020〕4447号

联合资信评估股份有限公司通过对珠海华发综合发展有限公司及其拟公开发行的 2020 年可续期公司债券（第四期）的信用状况进行综合分析和评估，确定珠海华发综合发展有限公司主体长期信用等级为 AAA，珠海华发综合发展有限公司 2020 年可续期公司债券（第四期）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

评级总监：

二〇二〇年十一月二十六日

珠海华发综合发展有限公司

2020年公开发行永续期公司债券（第四期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 10 亿元（含）

本期债券期限：1+N 年

偿还方式：按年付息，根据发行条款约定赎回时还本

募集资金用途：扣除发行费用后，拟用于偿还到期债务

评级时间：2020 年 11 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	1	
			偿债能力	1
调整因素和理由				调整子级

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为珠海市集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的大型综合性公司，在珠海市竞争优势显著，外部发展环境良好，公司资金充裕，投资收益较多。同时，联合资信也关注到公司贸易业务存在一定的单一货种依赖风险、在建项目资金支出压力较大及债务结构有待优化等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的 2020 年永续期公司债券（第四期）（以下简称“本期债券”）具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券的清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具；同时，赎回条款的设置使本期债券不赎回的可能性较小，但利息递延支付条款对公司的约束力较弱，若公司选择行使相关权利，将导致本期债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

未来，受益于粤港澳大湾区城市群发展、港珠澳大桥贯通、横琴自由贸易区建设等国家支持政策的叠加，珠海市将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用，公司面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。联合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债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 公司外部发展环境良好。随着深珠城轨建设、港珠澳大桥开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，公司作为珠海市大型综合性公司，面临良好的外部发展环境。
2. 公司获得较多的投资收益，资金充裕。近年来，参股企业为公司带来了较多的投资收益；且公司现金储备较多，资金充裕。
3. 公司土地资产增值空间较大。公司土地储备规模较大，近年来珠海市土地价格增长较快，土地资产增值空间较大。

分析师

王金磊 登记编号 (R0040218020002)
 崔莹 登记编号 (R0040218080002)

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

关注

1. **贸易业务存在一定的单一货种依赖风险。**公司贸易业务规模较大,其毛利率水平较低,且有色金属销售金额在贸易业务中占比较高,存在一定的单一货种依赖风险。
2. **公司存在较大的资金支出压力。**2019年公司经营活动及投资活动现金流均呈净流出态势,且净流出规模均较大,公司建设项目资金需求较大,存在较大的资金支出压力。
3. **债务结构有待优化。**公司债务规模在2020年1—6月增长较快,短期债务规模较大,债务结构有待优化。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产 (亿元)	140.47	259.95	198.44	232.92
资产总额 (亿元)	645.45	785.55	829.86	933.72
所有者权益 (亿元)	290.87	430.61	488.89	502.46
短期债务 (亿元)	130.70	130.75	113.29	166.67
长期债务 (亿元)	150.58	151.46	159.38	170.99
全部债务 (亿元)	281.29	282.21	272.68	337.66
营业收入 (亿元)	156.57	197.83	304.49	251.22
利润总额 (亿元)	29.33	26.78	24.14	8.10
EBITDA (亿元)	45.64	41.18	36.86	--
经营性净现金流 (亿元)	2.32	-7.33	-55.34	-20.83
营业利润率 (%)	24.25	17.79	11.32	3.35
净资产收益率 (%)	7.80	4.96	3.31	--
资产负债率 (%)	54.94	45.18	41.09	46.19
全部债务资本化比率 (%)	49.16	39.59	35.80	40.19
流动比率 (%)	241.51	292.43	315.52	257.51
经营现金流动负债比 (%)	1.17	-3.73	-31.34	--
现金短期债务比 (倍)	1.07	1.99	1.75	1.40
EBITDA 利息倍数	3.09	2.43	2.23	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.16	6.85	7.40	--
本部 (母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额 (亿元)	296.07	416.47	481.07	490.03
所有者权益 (亿元)	100.62	221.52	273.55	286.35
全部债务 (亿元)	191.44	191.33	159.36	192.96
营业收入 (亿元)	0.07	1.83	3.27	1.16
利润总额 (亿元)	11.83	12.92	19.95	4.46
资产负债率 (%)	66.01	46.81	43.14	41.57
全部债务资本化比率 (%)	65.55	46.34	36.81	40.26
流动比率 (%)	232.29	373.71	385.14	473.90
经营现金流动负债比 (%)	-8.64	-46.03	18.98	--

注: 1. 本报告中,部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异,系四舍五入造成; 2. 本报告将其他应付款中以及长期应付款的带息借款计入有息债务核算; 3. 公司2020年半年度财务报表未经审计,相关指标未年化

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

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	2020/09/17	王金磊、崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法 (原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
AAA	稳定	2019/06/20	王金磊、杨廷芳	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
AA+	稳定	2015/09/08	刘珺轩、程晨	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

珠海华发综合发展有限公司

2020年公开发行永续期公司债券（第四期）信用评级报告

一、主体概况

珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）是经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”）批准，由珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）和珠海华发创新投资管理有限公司（已更名为“珠海华发创新投资控股有限公司”，以下简称“华发创新”）合资成立，初始注册资本为300.00万元。2014年4月，经珠海市国资委（2015）105号文核准，公司以资本公积转增实收资本6.00亿元，华发集团以货币出资增加投资0.98亿元，华发创新以货币出资增加投资2.99亿元，增资完成后公司注册资本增至10.00元。2018年4月，经珠海市国资委同意，公司按照政策要求采用市场化债转股方式开展增资扩股工作，引入新进投资者，珠海农智股权投资基金（有限合伙）（以下简称“农智基金”）和珠海工智股权投资基金（有限合伙）（以下简称“工智基金”）均向公司增资1.02亿元，公司注册资本增至12.03亿元。2020年8月，农银金融资产投资有限公司、中银金融资产投资有限公司及上海信银海丝投资管理有限公司分别向公司增资0.15亿元、0.15亿元及0.07亿元，公司注册资本增至12.40亿元。截至2020年8月末，公司注册资本与实收资本均为12.40亿元，华发集团直接持有公司56.43%股权，是公司的第一大股东，珠海市国资委为公司实际控制人。

截至2020年6月末，公司业务以城市运营、商贸物流和现代服务三大板块为主；公司本部设运营管理部、行政人事部、财务管理部、资金管理部和招商部5个职能部门；公司拥有纳入合并范围的一级子公司共6家；公司合并范围拥有在职员工2,770人。

截至2019年底，公司合并资产总额829.86亿

元，所有者权益488.89亿元（含少数股东权益48.44亿元）；2019年，公司实现营业收入304.49亿元，利润总额24.14亿元。

截至2020年6月底，公司合并资产总额933.72亿元，所有者权益502.46亿元（含少数股东权益48.18亿元）；2020年1—6月，公司实现营业收入251.22亿元，利润总额8.10亿元。

公司注册地址：珠海市拱北联安路15号丽景花园29栋1楼102室；法定代表人：许继莉。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司拟向合格投资者公开发行面值不超过70亿元（含）的永续期公司债券。

本期债券全称为“珠海华发综合发展有限公司2020年公开发行永续期公司债券（第四期）”，发行总规模为10.00亿元。本期债券票面金额为100元，按面值平价发行。本期债券基础期限不超过1年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长1个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商，由公司确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点。

（1）续期选择权

本期债券以每不超过1个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长不超过1年），或选择在

该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。

(2) 递延支付利息权

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

(3) 强制付息事件

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

(4) 利息递延下的限制事项

若公司选择行使递延支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：①向股东分红；②减少注册资本。

(5) 偿付顺序

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

(6) 赎回选择权

①公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。②公司因会计准则变更进行赎回：根据财政部《关于印发<永续债相关会计处理的规定>的通知》（财会〔2019〕2号）《企业会计准则第22号—金融工

具确认和计量》（财会〔2017〕7号）《企业会计准则第37号—金融工具列报》（财会〔2017〕14号）和《关于印发<金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定>的通知》（财会〔2014〕13号），公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

除以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还到期债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然5—6月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长3.2%，但上半年同比依然下降1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP累计同比下降1.6%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度(993.0 亿元)大幅增加，较上年同期(1.21 万亿元)略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同

比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和 -1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比

降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2,461 亿元，较上年多增 1,256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同

比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特

别国债 1 万亿元,增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元,赤字率 3.60%以上;同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行,加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合,实施三次降准,为市场注入了适度充裕的流动性;三次下调LPR报价利率,引导贷款利率下行;创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息(总额400亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额4,000亿元的“小微企业信用贷款支持计划”),为小微企业信贷融资创造了良好环境,不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本,而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6月国务院要求推动金融机构向企业让利1.5万亿元,中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点,调整后,3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%,再贴现利率为2%,进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。为此,下半年财政政策要更加积极有为、注重实效,要保障重大项目建设资金,注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加

灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社融规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下,下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面,制造业投资上半年下降幅度较大(-11.7%),下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复;基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头;房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长,将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面,在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下,下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放,以及政府消费支出的适当增加,商品和服务消费或将较快恢复,消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面,未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策,对我国外需具有较大提振作用;同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长,有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高;但由于全球疫情形势的复杂性和反复性,以及中美关系的不确定性等因素影响,外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域环境分析

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我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年末地方政府存量债

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

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北

调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

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/会议名称	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，确保明上年末即可使用见效，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	国务院常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

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

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

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

2. 外部环境

珠海市经济增长，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。整体来看，公司外部发展环境良好。

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，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、九州、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔和跨境工业区共8个国家一类口岸。《广东省国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》明确提出了珠海市的定位为珠江西岸核心城市，要求进一步强化珠海作为珠江西岸核心城市的辐射、服务功能。随着粤港澳大湾区发展正式列入国家经济发展战略、港珠澳大桥的贯通及横琴自由贸易区政策优势的显现，珠海作为陆域交通与港澳连接的唯一城市，以及粤港澳大湾区重要的节点城市，迎来重大发展机遇，将在粤港澳大湾区的深度合作中扮演更为重要的角色，对外开放也将迎来新高度。2019年5月，深珠城轨正式获得中国铁路总公司、广东省人民政府批复。在粤港澳大湾区协同发展的大背景下，深珠通道建设与广深港高铁香港段开通、港珠澳大桥正式通车以及广珠城轨横琴段即将通车，珠海市将形成粤港澳大湾区1小时城际交通网络圈，未来发展前景较好。

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

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

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

增长7.5%，财政自给率为55.95%，自给能力一般。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年6月末，公司注册资本及实收资本均为12.40亿元，华发集团直接持有公司56.43%股权，是公司的第一大股东，珠海市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司经营定位较明确，在珠海市区内竞争优势显著。

公司为华发集团的控股子公司，实际控制人为珠海市国资委。经过多年的发展，公司已形成了集城市运营、现代服务和商贸物流三大业务板块为主的业务结构。

珠海市共有6大公共事业运营主体，即公司、珠海城市建设集团有限公司（以下简称“珠海城建”）、珠海水务环境控股集团有限公司、珠海交通集团有限公司、珠海港控股集团有限公司、珠海大横琴集团有限公司（以下简称“大横琴集团”）。珠海水务环境控股集团有限公司、珠海交通集团有限公司和珠海港控股集团有限公司属于专业性的公共事业运营主体，与公司城市运营业务交叉较少。

公司、珠海城建和大横琴集团的业务均包含市政基础设施建设和投资，珠海城建主要负责珠海市内市政基础设施建设，大横琴集团主要负责横琴新区除十字门中央商务区之外的其他市政基础设施建设，而公司主要是承接珠海市重点基础设施建设工程项目，其中十字门中央商务区项目是横琴新区开发的核心项目。

3. 人员素质

公司管理人员具有丰富的行业经验和管理经验；员工素质较好，能够满足公司目前经营发展的需要。

郭凌勇先生，1973年出生，大学本科学历，

曾任珠海华发实业股份有限公司市场部经理，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”）常务副总经理等职务；现任公司董事长，兼任十字门公司董事长。

许继莉女士，1971年出生，硕士研究生学历，经济师；曾任中国农业银行珠海市分行副行长，兴业银行珠海分行副行长；现任公司董事、总经理及法人代表，兼任珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务公司”）董事长、珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）董事长、珠海华发实业股份有限公司董事、珠海华发投资控股集团有限公司（以下简称“华发投控”）董事等职务。

截至2020年6月末，公司在职员工2,770人。从岗位构成看，管理、专业及支持类员工人员共1,736人，占比为62.67%；技能操作类人员共1,034人，占比为37.33%。从学历构成看，大学本科及以上学历者共1,598人，占比为57.69%；大专及以下学历者共1,172人，占比为42.31%。

4. 外部支持

近年来，公司获得了华发集团在资产、资金注入以及股权划拨方面的支持，未来公司作为华发集团整体发展规划中的重要组成部分，有望得到其持续支持。

公司股东华发集团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一，2006年与珠海格力集团有限公司被认定为珠海2家总部企业，华发集团资产规模较大，在珠海市垄断优势明显。公司作为华发集团旗下的城市综合服务主体，获得华发集团在资产和资金注入、股权划拨方面的支持，华发集团在2014年将地下城轨项目资产划拨到公司，此外对公司增资0.97亿元；2015年，根据《关于无偿划转珠海情侣海岸建设有限公司等企业股权的意见》（珠国资〔2015〕435号），华发集团将其持有的珠海华富开发建设有限公司（已更名为珠海富山工业园投资开发有限公司）100%的股权无偿划转给公司持有。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：9144040005072957XX），截至2020年10月12日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了完善的法人治理结构。

公司按照《中华人民共和国公司法》《珠海经济特区商事登记条例》《珠海经济特区商事登记条例实施办法》及有关法律、行政法规，制定了《公司章程》，公司建立了由股东会、董事会、监事会和经营层组成的法人治理结构体系。

股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。董事会由7名董事组成，设董事长1人。董事任期3年，经股东会选举产生。公司设监事会，监事4名，由股东会选举产生，其中职工代表监事2名；监事任期3年，可以连任。公司设经理1名，由董事会聘用或解聘，经理每届任期3年，连聘可以连任；经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司部门设置齐全、内部管理制度较为健全，可满足公司日常经营和管理的需求。

公司建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、责权利分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。此外，公司根据自身经营管理的需要，内设运营管理部、行政人事部、财务管理部、资金管理部和市场招商部5个职能部门，并在财务、预算、投融资、对外担保以及子公司管理方面制定了一系列的管理制度，公司部门设置清晰，各业务管理部门分工明确，各项管理制度、管理规范开展和执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入规模增长较快，城市运营及商贸物流业务收入占比较高，公司整体毛利率呈逐年下降趋势。

公司为珠海市大型的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合性公司，2017—2019年，公司营业收入呈逐年增长态势，主要系商贸物流收入快速增长所致。

表3 2017—2019年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市运营	51.03	32.59	68.51	50.10	25.32	58.64	44.77	14.70	68.91
商贸物流	91.63	58.52	0.82	131.14	66.29	0.80	248.27	81.54	0.50
现代服务	9.26	5.91	28.40	11.53	5.83	19.25	6.87	2.26	12.30
其他主营业务	2.04	1.30	-19.12	1.54	0.78	33.12	1.35	0.44	3.06
其他业务	2.61	1.67	16.86	3.52	1.78	85.51	3.21	1.05	72.92
合计	156.57	100.00	24.53	197.83	100.00	18.28	304.49	100.00	11.60

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

分板块看，2017—2019年，公司城市运营业务收入持续下降，主要系公司近年来土地出让面积以及相关土地出让价格有所下降所致；商贸物流业务收入呈逐年增长态势，其中2019年收入较上年增长89.33%，主要系有色金属销售额大幅增长所致；公司现代服务和其他业务占

比较小，对公司整体收入规模影响不大。

毛利率方面，2017—2019年，城市运营业务毛利率波动上升，其中2018年毛利率较低，主要系富山工业园出让土地以工业用地为主，出让价格相对较低所致；商贸物流业务毛利率维持在较低水平但整体较为稳定。

2020年1—6月,公司实现营业收入251.22亿元,较上年同期增长42.38%,主要系商贸物流收入增长所致;公司毛利率为3.53%,较上年同期减少5.66个百分点,主要系贸易业务规模扩大导致利润水平下降所致。

2. 城市运营板块

城市运营板块为公司的核心业务,其中土地一级开发业务收入规模较大。公司土地储备规模较大,增值空间较大。但项目投资规模较大,未来仍存在较大的资金支出压力。

公司城市运营板块主要由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”)及其下属子公司负责,业务主要分为土地一级开发、商业地产、保障房建设以及其他项目建设。

(1) 土地一级开发业务

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

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

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)高新技术产业开发园区管理委员会(以下简称“珠海高新区管委会”)、珠海市富山工业园管理委员会和珠海市斗门区人民政府等签订土地一级开发协议/合作开发协议,由华发城市运营负责上述 7 个珠海核心区域的土地一级开发、市政基础设施建设等任务,资金由华发城市运营负责筹集。目前采用两种模式,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。

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

表 4 2017—2019 年公司主要土地一级开发项目出让情况(单位:宗、万平方米、亿元、%)

项目	十字门中央商务区			金湾航空新城			保税区二期			高新区北围		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
土地出让数量	5	5	0	3	2	7	5	2	1	6	1	3
出让建筑面积	45.50	34.96	0.00	31.60	26.81	87.10	25.11	23.87	3.08	60.36	3.60	14.00
分成收入	12.80	12.00	0.00	13.42	5.48	28.97	3.18	2.14	0.29	15.98	7.76	4.00
结转开发成本	4.73	2.00	0.00	5.12	1.62	2.94	3.09	0.96	0.22	3.13	3.94	2.03
开发收益	8.07	10.00	0.00	8.31	3.85	26.03	0.09	1.18	0.07	12.85	3.82	1.97
毛利率	63.05	83.12	0.00	61.87	70.36	89.85	2.69	55.20	25.34	80.40	49.23	49.23
项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园					
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年			
土地出让数量	5	8	4	0	1	0	0	5	1			
出让建筑面积	18.75	32.65	23.61	0.00	4.17	0.00	0.00	83.62	18.41			
分成收入	5.65	9.33	5.53	0.00	2.39	0.00	0.00	9.65	8.54			
结转开发成本	0.00	0.00	0.00	0.00	2.39	0.00	0.00	8.96	7.91			
开发收益	5.65	9.33	5.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.69	0.63			

毛利率	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.10	7.41
-----	--------	--------	--------	------	------	------	------	------	------

资料来源：公司提供

截至2020年6月末，华发城市运营主要在建土地一级开发项目计划总投资366.60亿元，已完成投资187.65亿元。2020年7—12月、2021年和

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

表5 截至2020年6月末公司土地一级开发项目在建情况（单位：平方公里、亿元）

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

资料来源：公司提供

（2）商业地产项目

公司商业地产项目主要包括横琴国际金融中心大厦项目、会展商务组团、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2020年6月末，商业地产项目总投资为154.58亿元，累计已完成投资55.19亿元，未来仍需投入99.39亿元。

（3）土地储备

除一级土地开发外，截至2020年6月末，公司通过招拍挂的形式取得了位于十字门中央商务区、横琴新区、保税区、高新区、富山、阳江等区域的44宗土地使用权，占地面积合计166.41万平方米、计容建筑面积478.36万平方米，账面价值186.64亿元，土地性质包括住宅、商业和公寓。

3. 商贸物流板块

公司大宗商品贸易规模较大，有色金属在

贸易业务销售金额中占比较高，存在一定的单一货种依赖风险；公司汽车销售业务收入占比较小，对公司整体收入影响不大。

公司商贸物流业务板块由子公司华发商贸及其下属公司负责，业务主要包括大宗商品批发和汽车销售。

（1）大宗商品批发业务

公司大宗商品批发业务包括批发零售、进出口业务。公司是珠海地区大型的物资贸易企业之一。公司的大宗商品贸易主要是为贸易公司提供贸易融资产生的。

华发商贸大宗商品批发的采购、销售模式主要是以销定购。华发商贸通过了解往来客户的原材料和其他材料需求，寻找有适合货源的企业为其供应货物，上下游客户较为稳定。

华发商贸主要的贸易模式包括以下三类：

第一类，优先选择业务。对于大型央企、国企和上市公司客户，华发商贸从上游供货商购货，运至客户的仓库，公司拥有货权、货到付款（支付货款的70.00%~85.00%），给予下游一定的账期，应收账款回款后，公司将供应商尾款付齐。此模式下尽管应收账款较多，但风险不大。

第二类，控货融资。对于需求较小的下游民企客户，客户需要先支付 20% 的保证金，对于国内和进口业务不同分别开具 3 个月的远期信用证，为其提供融资服务；货物放在海关仓库，公司具有货权。

第三类，代理出口业务。此类业务规模较小，收取代理手续费用，2,000 美元以下收取 0.25% 的手续费，2,000~5,000 美元收取 0.20% 的手续费，5,000 美元以上收取 0.15% 的手续费。

华发商贸按照客户要求找到适合的货源后，其风控委员会做风险评估，以实际情况确定额度；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。在贸易过程中，华发商贸先通过预付货款方式为客户支付一部分货款，同时

要求供货商给予一定的账期，再根据合同内容通过上下游货物交接、对账、收付货款、开具发票等流程完成业务。华发商贸采购预付货款账期一般为 1~3 个月内，预付款一般不超过 10.00%。

为控制贸易风险，华发商贸主要贸易往来客户为国企、央企或其他大型企业，客户信誉度普遍较高，采购的商品一般不进行囤积，也不用配套仓储服务，无仓单质押情况。因此，公司贸易业务相对于一般贸易行业公司风险较低。

采购方面，受下游客户需求以及公司风控要求影响，公司各产品采购量变动较大。2019 年，公司贸易采购主要产品为煤炭、有色金属、铜矿石及钢材等。

表 6 2017-2019 年公司大宗商品批发业务采购情况（单位：万元）

商品	采购均价			采购数量		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
钢材（吨）	--	3,854	3,950	--	14.43	23.87
煤炭（吨）	--	721	447	--	31.01	42.66
燃料油（吨）	6,374	--	--	15.43	--	--
化工产品（吨）	7,827	6,003	--	6.31	5.17	--
铜矿石（吨）	5,252	10,506	11,385	36.08	15.85	16.29
有色金属（吨）	48,520	38,333	27,886	12.05	24.72	77.60
海产品（公斤）	153,766	--	--	0.18	--	--

注：产品数量与单价情况仅统计收入前五大产品情况
资料来源：公司提供

从公司贸易往来前五大上游供应商占比变动情况看，2017-2019 年，前五大供应商采购金额占比分别为 47.22%、69.70% 和 60.60%，

波动增长。整体看，公司贸易业务采购集中度较高。

表 7 2017-2019 年公司大宗商品批发业务前五大上游供应商采购情况（单位：亿元、%）

年份	客户名称	主要产品	采购金额	占比
2017 年	江西铜业香港有限公司	铜矿石	14.69	14.89
	上海尚融供应链管理有限公司	油品	11.23	11.41
	深圳江铜营销有限公司	有色金属	8.61	8.73
	中新联上海金属资源有限公司	有色金属	6.03	6.12
	航天科工深圳（集团）有限公司	有色金属	6.00	6.08
合计			46.58	47.22
2018 年	宜宾海丰鑫华商贸有限公司	有色金属	35.94	28.55
	上海馨顺商贸有限公司	有色金属	17.71	14.07
	江西铜业香港有限公司	铜矿石	16.42	13.04

	云南文产国际投资开发有限公司	有色金属	10.11	8.03
	广州隆银金属材料有限公司	有色金属	7.58	6.02
合计			87.76	69.70
2019 年	铜陵有色金属集团上海投资贸易有限公司	有色金属	40.30	16.58
	辽宁忠旺进出口贸易有限公司	有色金属	35.07	14.43
	上海尚铭金属材料有限公司	有色金属	26.50	10.90
	上海旭洋国际贸易有限公司	有色金属	23.02	9.47
	宜宾海丰鑫华商贸有限公司	有色金属	22.41	9.22
合计			147.29	60.60

资料来源：公司提供

销售方面，公司主要销售产品为煤炭、有色金属、铜矿石及钢材，其中2019年，公司有色金属销售额为217.76亿元，存在一定的单一货种依

赖风险；销售客户方面，2019年，公司前五大销售客户销售金额合计为92.24亿元，占比为37.81%。

表 8 2017 - 2019 年公司大宗商品批发业务销售情况（单位：万元）

商品	销售平均单价			销售数量		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
钢材（吨）	--	4,022	4,123	--	11.84	20.50
煤炭（吨）	--	737	455	--	31.01	42.66
燃料油（吨）	6,382	--	--	15.43	--	--
化工产品（吨）	7,951	6,089	--	6.31	5.17	--
铜矿石（吨）	5,272	10,573	11,433	36.08	15.85	13.84
有色金属（吨）	48,591	38,413	27,882	12.05	24.72	78.10
海产品（公斤）	153,479	--	--	0.18	--	--

注：产品销售数量与单价情况仅统计收入前五大产品情况
资料来源：公司提供

从上下游结算方式看，上游供应商方面，境外采购主要采用信用证结算，境内采购主要采用货到付款的方式结算。下游客户方面，华发商贸根据下游客户信用等级不同通常给予90天、150天、180天的账期或采取现款结算。

（2）汽车销售业务

公司汽车销售业务由华发商贸下属子公司珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）负责。华发汽车合计拥有6家店面，其中本部店面销售平行进口汽车、综合品牌汽车，并经营售后维修业务，子公司珠海市华发上众汽车有限公司、珠海市华发锐达汽车有限公司、珠海华发德和汽车有限公司、珠海华发天成汽车有限公司分别经营上汽大众品牌、斯柯达品牌、雪佛兰品牌、广汽传祺品牌车辆及售后维修业务，

另外1家子公司广州铨发汽车贸易有限公司经营平行进口车业务。2019年公司汽车销售实现收入4.29亿元，较上年下降6.43%。汽车采购的结算方式主要为现金结算，汽车销售主要以零售客户为主，一般以现金结算，并有少量定金。

4. 现代服务业务

公司现代服务业务规模收入有所下降，但整体规模不大，对公司整体收入影响有限。

（1）物业服务

珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业”）进行管理的物业包括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物业；物业费一般由华发物业直接向业主收取，结算方式包括月结、半年结和

年结。2019年，公司实现物业管理收入2.80亿元，较上年下降61.86%，主要系公司将华发物业股权转让，不再纳入合并范围所致。

2019年4月，根据珠海市国资委《关于无偿划转珠海华发现代服务投资控股有限公司所持有珠海华发物业管理服务有限公司100%股权的处理意见》珠国资〔2019〕143号文件，同意珠海华发现代服务投资控股有限公司所持有华发物业100%股权无偿划转至北京九郡房地产开发有限公司（以下简称“九郡房地产”），九郡房地产属于华发集团境外全资子公司香港和辉集团有限公司在境内的全资子公司。2019年5月，华发物业无偿划转事项已经完成工商登记变更。

（2）会展和酒店业务

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，其中瑞吉酒店2018年8月开业。2019年，公司实现会展酒店收入3.45元，较上年下降10.18%。

5. 未来发展

根据华发集团总体战略目标，公司系华发集团三大产业集群中城市产业集群的重要载体与核心实施平台。未来，公司将全面参与珠海产业、交通、城市建设，提升珠海市城市功能和产业基础；围绕城市片区开发运营、产业园区开发及招商运营、公共服务设施建设运营、城市更新、城市配套设施建设运营等五大业务，实现存量业务挖潜增效、增量业务积极拓展，提升产业发展与资产运营两大核心能力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017年度合并财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018年度合并财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019年度合并财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见；公司2020年半年度合并财务报表未经审计。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》（财政部令第33号发布、财政部令第76号修订）、于2006年2月15日及其后颁布和修订的42项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。

合并范围变化方面，2018年，公司新增5家纳入合并范围的子公司，减少2家子公司。2019年，公司新增6家纳入合并范围的子公司，减少4家子公司。上述子公司规模较小，对公司数据可比性影响不大。2020年1—6月，公司新增2家子公司。截至2020年6月末，纳入合并范围的一级子公司合计6家。整体看，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，账面资金充裕，但项目开发形成的存货规模较大，且应收账款规模大幅增长，对资金产生较大规模的占用。公司资产流动性尚可，整体资产质量较高。

2017—2019年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长13.39%。截至2019年末，公司合并资产总额较年初增长5.64%，公司资产结构以流动资产为主。

表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	139.36	21.59	258.66	32.93	188.79	22.75	205.14	21.97
应收账款	13.80	2.14	23.23	2.96	49.77	6.00	64.58	6.92
存货	238.84	37.00	232.09	29.54	278.43	33.55	316.55	33.90
其他流动资产	75.88	11.76	42.99	5.47	19.06	2.30	19.87	2.13
流动资产	478.75	74.17	574.76	73.17	557.12	67.13	656.74	70.34
长期股权投资	72.41	11.22	97.80	12.45	154.33	18.60	159.33	17.06
固定资产	16.25	2.52	72.68	9.25	69.57	8.38	71.28	7.63
非流动资产	166.71	25.83	210.79	26.83	272.74	32.87	276.98	29.66
资产总计	645.45	100.00	785.55	100.00	829.86	100.00	933.72	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 7.88%。截至 2019 年末，公司流动资产较年初下降 3.07%。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 16.39%。截至 2019 年末，公司货币资金较年初下降 27.01%，主要系公司项目建设支出较多以及公司增加对华发投控投资 52.40 亿元所致；货币资金主要由银行存款（占 95.80%）构成。

2017—2019 年，公司应收账款连续增长，年均复合增长 89.91%。截至 2019 年末，公司应收账款较年初增长 114.31%，主要系珠海市金湾区财政局及珠海市富山工业园管理委员会欠款大幅增长所致；应收账款前五大欠款方合计金额占比为 92.39%，集中度高，欠款方主要为珠海市下属区财政局及园区管委会，回收风险不大，但对公司资金产生较大规模占用。

2017—2019 年，公司存货波动增长，年均复合增长 7.97%。截至 2019 年末，公司存货较年初增长 19.97%，主要系十字门中央商务区持续投入所致；存货主要由开发成本（占 96.76%）构成，包括十字门中央商务区、横琴国际金融大厦和富山产业新城等项目。

公司其他流动资产主要为委托贷款。2017—2019 年，公司其他流动资产连续下降，年均复合下降 49.88%。截至 2019 年末，公司其他流动资产较年初下降 55.66%，主要系公司为华发

集团等关联方提供的委托贷款减少所致。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 27.91%。截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 29.39%。

2017—2019 年，公司长期股权投资连续增长，年均复合增长 45.99%。公司长期股权投资较年初增长 57.81%，主要系公司对华发投资累计增资 52.40 亿元所致。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 106.93%。公司固定资产较年初下降 4.29%；固定资产主要由房屋及建筑物（占 98.73%）构成，固定资产成新率为 85.01%，成新率较高。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计为 153.90 亿元，其中存货为 94.86 亿元，固定资产为 46.21 亿元，货币资金 12.83 亿元，受限资产占总资产的比重为 18.55%，资产受限规模较大。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额较年初增长 12.52%，主要系融资规模扩大带动货币资金增长，以及项目投入持续增长所致。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益连续增长，所有者权益中

其他权益工具占比较高，权益稳定性尚可。

2017—2019年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长29.65%。截至2019年末，公司所有者权益合计488.89亿元，较年初增长13.53%，主要系公司取得20.00亿元银行永续类债权、收到股东投资价款24.63亿元及子公司华发城市运营引进少数股东导致资本公积增长13.99亿元所致。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为90.09%，少数股东权益占比为9.91%。公司归属于母公司所有者权益440.44亿元，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占

2.82%、67.47%、24.45%和4.13%，所有者权益中其他权益工具占比较高，稳定性尚可。

截至2020年6月末，公司所有者权益合计502.46亿元，规模及结构较年初变化均不大。

（2）负债

公司负债结构均衡，短期债务占比较高，债务结构有待调整。公司债务规模在2020年上半年大幅增长，存在一定的集中兑付压力。

2017—2019年，公司负债总额波动下降，年均复合下降1.94%。截至2019年末，公司负债总额较年初下降3.94%。公司负债结构较为均衡。

表10 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	39.19	11.05	60.34	17.00	78.49	23.02	76.44	17.72
其他应付款	26.12	7.37	35.73	10.07	43.74	12.83	67.76	15.71
一年内到期的非流动负债	2.27	0.64	47.28	13.32	27.22	7.98	60.86	14.11
流动负债	198.23	55.90	196.54	55.37	176.57	51.78	255.03	59.14
长期借款	56.92	16.05	66.73	18.80	84.66	24.83	136.06	31.55
应付债券	84.64	23.87	84.69	23.86	74.72	21.91	34.92	8.10
非流动负债	156.36	44.10	158.40	44.63	164.40	48.22	176.23	40.86
负债合计	354.59	100.00	354.94	100.00	340.97	100.00	431.26	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2017—2019年，公司流动负债连续下降，年均复合下降5.62%。截至2019年末，公司流动负债较年初下降10.16%。

2017—2019年，公司短期借款连续增长，年均复合增长41.53%。截至2019年末，公司短期借款78.49亿元，较年初增长30.07%；短期借款由抵押借款（占38.20%）、保证借款（占27.79%）和信用借款（占34.02%）构成。

公司其他应付款主要为往来款和收取的项目建设保证金。2017—2019年，公司其他应付款连续增长，年均复合增长29.40%。截至2019年末，公司其他应付款较年初增长22.41%，主要系往来款增长所致。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长246.34%。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债较年初下降42.43%，为一年内到期的长期借款（占

44.92%）和应付债券（占55.08%），应付债券系“15 珠海华发 MTN001”及“15 珠海华发 MTN002”，截至本报告出具日，均已到期兑付。

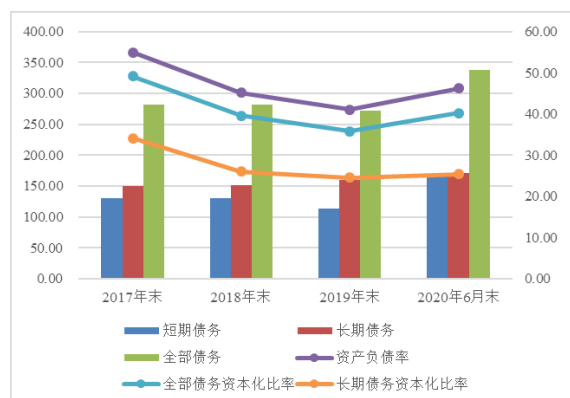
2017—2019年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长2.54%。截至2019年末，公司非流动负债较年初增长3.79%。

2017—2019年，公司长期借款连续增长，年均复合增长21.95%。截至2019年末，公司长期借款较年初增长26.88%，长期借款（包含一年内到期部分）主要由保证借款（占55.50%）和抵押借款（占33.10%）构成。

2017—2019年，公司应付债券波动下降，年均复合下降6.04%。截至2019年末，公司应付债券较年初下降11.77%，主要系一年内到期转入流动负债所致；按照债券余额统计，公司应付债券将于2021年到期的为30.00亿元，2023年到期的为30.00亿元，2024年到期的为5.00

亿元。

图1 公司债务及杠杆水平情况 (单位: 亿元、%)



资料来源：联合资信整理

2017—2019年，公司全部债务波动下降，年均复合下降1.54%。截至2019年末，公司全部债务272.68亿元，较年初下降3.38%。其中，短期债务占41.55%，长期债务占58.45%，短期债务占比较高，债务结构有待调整。短期债务113.29亿元，较年初下降13.35%。长期债务159.38亿元，较年初增长5.23%。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41.09%、35.80%和24.59%，较年初分别减少4.10个百分点、3.79个百分点和1.44个百分点，公司债务负担较轻。

如将永续类债权产品调入长期债务，截至2019年末，公司全部债务增至380.37亿元，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54.07%、49.95%和41.20%，较调整前分别增加12.98个百分点、14.14个百分点和16.61个百分点。

截至2020年6月末，公司负债总额较年初增长26.48%，主要系银行借款规模大幅增长所致。

致。公司负债结构仍相对均衡，流动负债占比上升较快。

截至2020年6月末，公司全部债务337.66亿元，较年初增长23.83%。其中，短期债务166.67亿元（占49.36%），较年初增长47.11%。长期债务170.99亿元（占50.64%），较年初增长7.28%。截至2020年6月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为46.19%、40.19%和25.39%，较年初分别增加5.10个百分点、4.39个百分点和0.80个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至2020年6月末，公司全部债务增至455.33亿元。其中，短期债务166.67亿元（占36.60%），长期债务288.65亿元（占63.40%）。截至2020年6月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.79%、54.20%和42.86%，较调整前分别增加12.60个百分点、14.01个百分点和17.47个百分点。

4. 盈利能力

公司营业收入增速较快，同时公司参股企业经营较好，为公司提供了较多投资收益，公司整体盈利能力较好。

受公司大宗商品批发业务收入增长影响，2017—2019年，公司营业收入与营业成本均保持连续增长，年均复合增长率分别为39.45%和50.93%。2019年，公司营业收入较上年增长53.91%，主要系大宗商品贸易收入大幅增长所致；公司营业成本较上年增长66.50%，增速明显高于营业收入增速。2019年，公司利润总额及净利润较上年分别下降9.84%和24.16%。

表11 公司盈利能力情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
营业收入	156.57	197.83	304.49	251.22
营业成本	118.17	161.67	269.17	242.34
费用总额	14.63	14.90	14.51	5.78
其中：销售费用	0.77	1.14	1.00	0.36
管理费用	5.68	7.00	6.40	2.87
财务费用	8.18	6.75	7.10	2.56

投资收益	6.19	6.61	4.64	5.41
利润总额	29.33	26.78	24.14	8.10
净利润	22.68	21.35	16.19	6.08
期间费用率	9.34	7.53	4.77	2.30
营业利润率	24.25	17.79	11.32	3.35
总资本收益率	6.24	4.56	3.39	--
净资产收益率	7.80	4.96	3.31	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2017—2019 年，公司费用总额基本维持在同一水平。2019 年，公司期间费用总额较上年下降 2.58%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 6.91%、44.13%和 48.96%，以管理费用和财务费用为主。2017—2019 年，公司期间费用率持续下降，公司费用控制能力较强。

2017—2019 年，公司投资收益波动下降。2019 年，公司投资收益较上年下降 29.86%，本期投资收益系权益法下持有的华发投控、华发财务公司、珠海十字门城建有限公司（以下简称“十字门城建”）以及珠海市海川地产有限公司的股权分别确认投资收益 2.22 亿元、1.69 亿元、1.04 亿元和-0.68 亿元，收到十字门城建分红 0.32 亿；投资收益占利润总额比重为 19.20%，为利润提

供了较好补充。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率均呈持续下降趋势，但整体盈利能力较好。

2020 年 1—6 月，公司营业收入较上年同期增长 42.38%，主要系商贸物流收入增长所致；公司净利润较上年同期下降 18.15%，主要系贸易业务规模扩大导致利润水平下降所致。

5. 现金流

公司经营活动现金流净额持续下降，投资活动现金流净额波动下降，且2019年以来均呈现为净流出，净流出规模均较大。考虑到公司建设项目资金需求较大，公司存在较大的筹资压力。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
销售商品、提供劳务收到的现金	165.17	212.54	299.60	275.83
购买商品、接受劳务支付的现金	150.02	211.19	346.67	280.83
收回投资收到的现金	124.92	73.10	38.57	1.17
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	20.44	24.97	10.20	27.98
投资支付的现金	120.43	46.21	57.42	1.02
经营活动产生的现金流量净额	2.32	-7.33	-55.34	-20.83
投资活动产生的现金流量净额	-12.11	4.18	-29.84	-27.83
筹资活动产生的现金流量净额	12.51	128.10	6.60	47.89
现金及现金等价物净增加额	2.68	124.92	-78.55	-0.72
现金收入比	105.50	107.44	98.40	109.80

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为169.76亿元、234.29亿元和311.62亿元，年均复合增长35.49%，主要表现为销售商品、提供劳务收到的现金，其中，2019年销售商品、提供劳务收到的现金较上年增长

40.96%，主要系大宗商品批发收入上升带动回款增长所致。2017—2019年，公司经营活动现金流出量分别为167.44亿元、241.62亿元和366.96亿元，年均复合增长48.04%，主要表现为购买商品、接受劳务支付的现金，其中，2019年购买商品、

接受劳务支付的现金较上年增长64.15%，主要系贸易业务采购商品以及土地业务投入增长所致。2017—2019年，公司经营活动现金净额连续下降，其中，2019年净流出规模较上年大幅扩大654.50%。公司现金收入比波动下降，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入量分别为128.68亿元、75.37亿元和39.28亿元，年均复合下降44.75%。2019年，公司投资活动现金流入较上年下降47.88%，主要系公司委托贷款规模缩小，导致收回的委托贷款现金减少。2017—2019年，公司投资活动现金流出量分别为140.78亿元、71.18亿元和69.13亿元，年均复合下降29.93%，主要系发放委托贷款减少所致。公司投资活动现金净额波动下降，在2019年由上年的净流入转为净流出，且净流出规模较大。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资

活动现金流入量分别为317.12亿元、467.54亿元和284.77亿元，年均复合下降5.24%。其中，2018年，公司筹资活动现金流入量规模较大，较上年增长47.43%，主要系公司及子公司收到的少数股东注资款以及银行借款增长所致。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为304.61亿元、339.44亿元和278.17亿元，年均复合下降4.44%。公司筹资活动现金净额波动下降。

2020年1—6月，公司经营活动及投资活动产生的现金流均为净流出，筹资活动现金流有较大规模的净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力很强，长期偿债能力一般，间接融资渠道畅通，考虑到公司作为珠海市的大型综合性公司，且在珠海市竞争优势显著，公司整体偿债能力极强。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	241.51	292.43	315.52	257.51
	速动比率 (%)	121.03	174.35	157.83	133.39
	现金短期债务比 (倍)	1.07	1.99	1.75	1.40
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	45.64	41.18	36.86	--
	EBITDA 利息倍数	3.09	2.43	2.23	--
	全部债务/EBITDA	6.16	6.85	7.40	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率持续增长，速动比率与现金短期债务比均波动增长。此外，从现金类资产中剔除货币资金的受限部分（12.83 亿元）后，截至 2019 年末，公司现金短期债务比为 1.55 倍。截至 2020 年 6 月末，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比较年初有所下降。整体来看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 持续下降，2019 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 6.35%）、计入财务费用的利息支出（占 26.09%）和利润总额（占 65.50%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，全部债务/EBITDA 持续增长。整体看，

公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 6 月末，公司获得金融机构授信额度合计 567.26 亿元，剩余授信额度为 295.83 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 6 月末，公司对外担保余额合计 36.20 亿元，担保比率为 7.20%，主要系子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司为华发集团和珠海铎创投资管理有限公司提供的担保，被担保方经营状况良好，公司或有负债风险较小。

截至 2020 年 6 月末，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司，母公司对子公司管控力度较强。母公司收入规模较小，利润主要依靠投资收益。母公司债务负担较重。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 481.07 亿元，较年初增长 15.51%，主要系公司对华发投控的股权投资增长所致。母公司资产中流动资产占比为 74.22%，非流动资产占比为 25.78%，以流动资产为主。截至 2019 年末，母公司货币资金为 52.91 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 207.51 亿元，较年初增长 6.44%。其中，流动负债占比为 44.67%，非流动负债占比为 55.33%。母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 43.14% 和 36.81%，较年初减少 3.67 个百分点和 9.53 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 273.55 亿元，较年初增长 23.49%，主要系母公司发行较多永续权益工具及股东注资所致。其中，实收资本占 4.53%、资本公积占 54.44%、其他权益工具占 39.37%。母公司所有者权益稳定性一般。

2019 年，母公司营业收入为 3.27 亿元，投资收益为 16.52 亿元，净利润为 19.95 亿元。

截至 2020 年 6 月末，母公司资产总额 490.03 亿元，所有者权益为 286.35 亿元。2020 年 1—6 月，母公司营业收入 1.16 亿元，净利润 4.46 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司现有债务的影响

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益为 502.46 亿元，本期拟发行可续期公司债券不超过 10.00 亿元（含）。若本期债券以 10.00 亿元发行后，公司所有者权益将增至 512.46 亿元，且在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由

46.19%、40.19%和 25.39%降至 45.70%、39.72%和 25.02%。

由于本期债券附赎回选择权，若将其视为债务，若募集资金净额为 10.00 亿元，以 2020 年 6 月末财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 46.19%、40.19%和 25.39%上升至 46.76%、40.90%和 26.48%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债务用于偿还公司债务，公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 36.86 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 3.69 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。公司经营活动产生的现金流入为 311.62 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 31.16 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，考虑到公司作为珠海市的大型综合性公司，公司在规模实力、行业经验等方面竞争优势显著，联合资信认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

十、结论

公司作为珠海市集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的大型综合性公司，在珠海市竞争优势显著，外部发展环境良好，公司资金充裕，投资收益较多。同时，联合资信也关注到公司贸易业务存在一定的单一货种依赖风险、在建项目资金支出压力较大及债务结构有待优化等因素给公司信用水平带来的不利影响。

本期债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券的清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具；同时，赎回条款的设置使本期债券不赎回的可能性较小，但利息递延支付条款对公司的约束力较弱，若公司选择行使相关

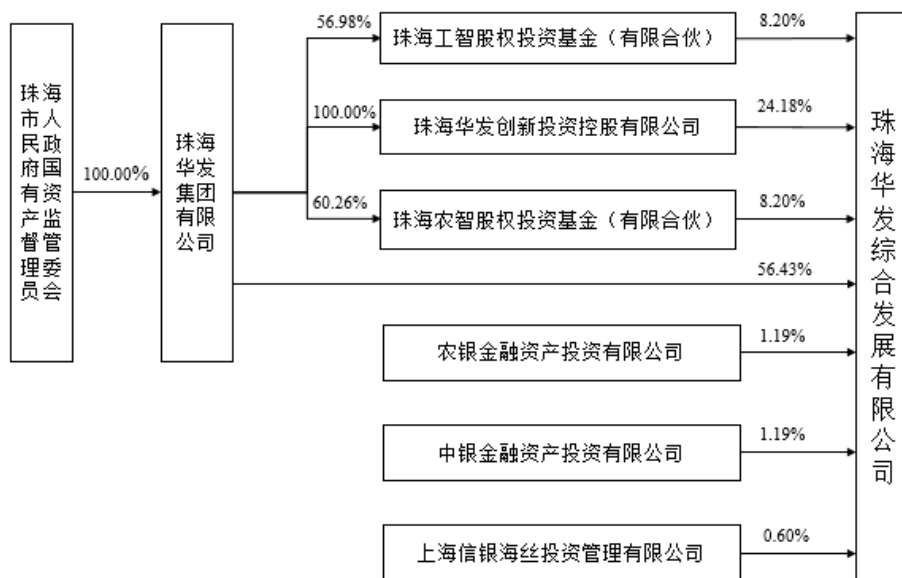
权利，将导致本期债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

未来，受益于粤港澳大湾区城市群发展、港珠澳大桥贯通、横琴自由贸易区建设等国家级支持政策的叠加，珠海市将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用，公司面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。联合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债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 珠海华发综合发展有限公司

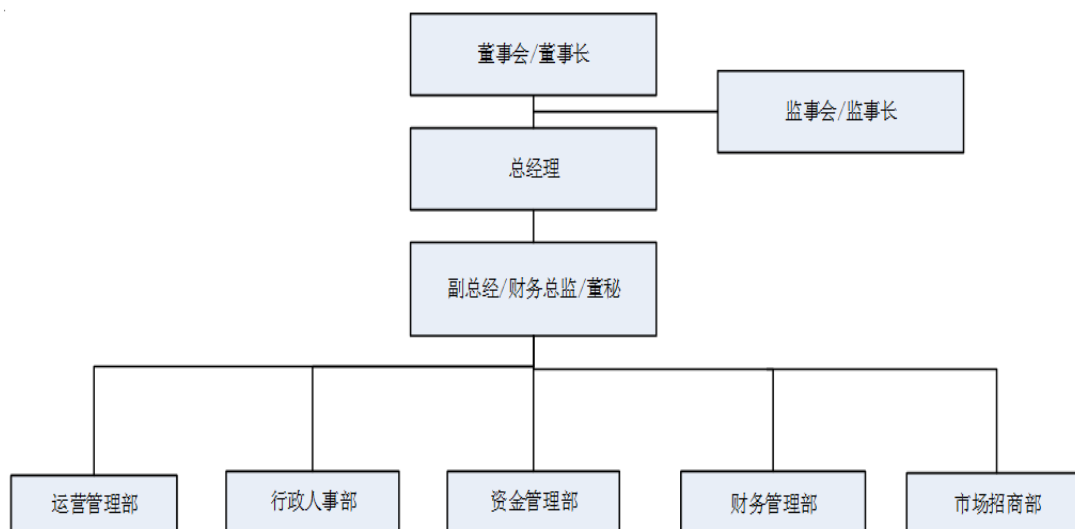
股权结构图（截至 2020 年 8 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 珠海华发综合发展有限公司

组织架构图（截至 2020 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 珠海华发综合发展有限公司
一级子公司情况（截至 2020 年 6 月末）

子公司名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	业务性质
珠海华发商贸控股有限公司	80.00	10,000.00	商品销售
珠海华发现代服务投资控股有限公司	100.00	10,000.00	服务业
珠海华发城市运营投资控股有限公司	96.50	51,811.59	项目投资
珠海富山工业园投资开发有限公司	100.00	1,000.00	项目建设
珠海华熠开发建设有限公司	100.00	10,000.00	项目运营
珠海市华平建设管理有限公司	90.00	5,000.00	项目建设

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	140.47	259.95	198.44	232.92
资产总额（亿元）	645.45	785.55	829.86	933.72
所有者权益（亿元）	290.87	430.61	488.89	502.46
短期债务（亿元）	130.70	130.75	113.29	166.67
长期债务（亿元）	150.58	151.46	159.38	170.99
全部债务（亿元）	281.29	282.21	272.68	337.66
营业收入（亿元）	156.57	197.83	304.49	251.22
利润总额（亿元）	29.33	26.78	24.14	8.10
EBITDA（亿元）	45.64	41.18	36.86	--
经营性净现金流（亿元）	2.32	-7.33	-55.34	-20.83
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.66	10.03	7.25	--
存货周转次数（次）	0.50	0.69	1.05	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.28	0.38	--
现金收入比（%）	105.50	107.44	98.40	109.80
营业利润率（%）	24.25	17.79	11.32	3.35
总资本收益率（%）	6.24	4.56	3.39	--
净资产收益率（%）	7.80	4.96	3.31	--
长期债务资本化比率（%）	34.11	26.02	24.59	25.39
全部债务资本化比率（%）	49.16	39.59	35.80	40.19
资产负债率（%）	54.94	45.18	41.09	46.19
流动比率（%）	241.51	292.43	315.52	257.51
速动比率（%）	121.03	174.35	157.83	133.39
经营现金流动负债比（%）	1.17	-3.73	-31.34	--
现金短期债务比（倍）	1.07	1.99	1.75	1.40
EBITDA 利息倍数（倍）	3.09	2.43	2.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.16	6.85	7.40	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他应付款中以及长期应付款中的带息借款计入有息债务核算；3. 公司 2020 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（本部/母公司口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	37.50	128.98	52.91	65.44
资产总额（亿元）	296.07	416.47	481.07	490.03
所有者权益（亿元）	100.62	221.52	273.55	286.35
短期债务（亿元）	96.90	90.44	44.54	66.15
长期债务（亿元）	94.54	100.89	114.81	126.81
全部债务（亿元）	191.44	191.33	159.36	192.96
营业收入（亿元）	0.07	1.83	3.27	1.16
利润总额（亿元）	11.83	12.92	19.95	4.46
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-8.71	-43.30	17.60	1.67
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.66	133.68	816.70	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	13,145.27	106.77	106.23	103.95
营业利润率（%）	-136.91	89.14	94.66	92.62
总资本收益率（%）	4.05	3.13	4.61	--
净资产收益率（%）	11.76	5.83	7.29	--
长期债务资本化比率（%）	48.44	31.29	29.56	30.69
全部债务资本化比率（%）	65.55	46.34	36.81	40.26
资产负债率（%）	66.01	46.81	43.14	41.57
流动比率（%）	232.29	373.71	385.14	473.90
速动比率（%）	232.29	373.71	385.14	473.87
经营现金流动负债比（%）	-8.64	-46.03	18.98	--
现金短期债务比（倍）	0.39	1.43	1.19	0.99
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他流动负债中的带息借款计入有息债务核算；3. 母公司 2020 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化；4. “/”表示相关指标因未获得数据而无法计算；“*”表示数据过大或过小

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 珠海华发综合发展有限公司 2020 年公开发行永续期公司债券（第四期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年珠海华发综合发展有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

珠海华发综合发展有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。珠海华发综合发展有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对珠海华发综合发展有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，珠海华发综合发展有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

如珠海华发综合发展有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对珠海华发综合发展有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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