

信用评级公告

联合〔2022〕9934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发行的 2023 年度第一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 2023 年度第一期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年十一月四日

珠海华发综合发展有限公司

2023 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 10.00 亿元（含）
本期中期票据期限：3+2 年，附第 3 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2022 年 11 月 4 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

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，获得股东大力支持。同时，联合资信也关注到公司城市运营业务资本支出压力较大、债务规模大幅增长和存在集中兑付压力等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，受益于粤港澳大湾区城市群发展、港珠澳大桥贯通、横琴自由贸易区建设等国家级支持政策的叠加，珠海市将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用，公司面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**珠海市经济水平和财政实力持续增强，享有独特的政策优势；随着粤港澳大湾区正式列入国家经济发展战略，以及粤港澳大湾区 1 小时城际交通网络圈的形成，珠海市面临重要的发展机遇。
- 获得股东大力支持。**2020—2021 年，公司股东珠海华发集团有限公司以货币形式分别向公司增资 120.00 亿元和 200.00 亿元。
- 土地资产增值空间大。**公司土地储备规模较大，未来增值空间大。

关注

- 城市运营业务存在较大的资本支出压力。**截至 2022 年 3 月底，公司在建土地一级开发项目和经营性项目未来分别尚需投资 68.12 亿元和 469.28 亿元。

本次评级模型打分表及结果：

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	2
			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	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素				--
评级结果				AAA

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

分析师：李 坤 郭欣宇

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

2. 债务规模大幅增长，存在集中兑付压力。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 525.97 亿元，较 2019 年底增加 253.29 亿元。公司短期债务占比较高，存在集中兑付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	198.44	268.93	217.55	273.09
资产总额(亿元)	829.86	1096.31	1407.86	1498.02
所有者权益(亿元)	488.89	577.92	717.99	729.62
短期债务(亿元)	113.29	191.57	172.50	216.99
长期债务(亿元)	159.38	195.70	285.38	308.98
全部债务(亿元)	272.68	387.27	457.88	525.97
营业总收入(亿元)	304.49	419.32	600.95	146.00
利润总额(亿元)	24.14	10.06	24.75	2.97
EBITDA(亿元)	36.86	23.21	37.40	--
经营性净现金流(亿元)	-55.34	14.04	109.10	12.18
营业利润率(%)	11.32	2.70	5.25	2.92
净资产收益率(%)	3.31	1.49	2.83	--
资产负债率(%)	41.09	47.29	49.00	51.29
全部债务资本化比率(%)	35.80	40.12	38.94	41.89
流动比率(%)	315.52	238.84	196.11	189.90
经营现金流动负债比(%)	-31.34	4.42	27.31	--
现金短期债务比(倍)	1.75	1.40	1.26	1.26
EBITDA 利息倍数(倍)	2.23	1.30	1.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.40	16.68	12.24	--
公司本部				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	481.07	581.78	710.76	703.01
所有者权益(亿元)	273.55	376.80	503.09	503.92
全部债务(亿元)	159.36	202.51	179.73	173.48
营业总收入(亿元)	3.27	5.17	5.07	0.14
利润总额(亿元)	19.95	25.46	9.71	1.55
资产负债率(%)	43.14	35.23	29.22	28.32
全部债务资本化比率(%)	36.81	34.96	26.32	25.61
流动比率(%)	385.14	345.48	144.21	148.80
经营现金流动负债比(%)	18.98	13.45	12.24	--

注：已将长期应付款中有息部分调整至长期债务计算，因租赁负债中均为经营性租赁而未将租赁负债纳入长期债务；全部债务中未包含各负债科目中利息部分，仅为本金；2022 年第一季度财务数据未经审计；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

资料来源：公司提供

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022/06/21	李坤、马玉丹	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	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	2014/06/16	陈丹、郭畅	城投债评级方法及风险点简介（2010年）	阅读全文

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

声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

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

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

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

珠海华发综合发展有限公司 2023 年度第一期中期票据信用评级报告

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”）和珠海铎创股权投资管理有限公司（华发集团全资子公司，现名称“珠海华发创新投资控股有限公司”）合资成立，初始注册资本为 300.00 万元。2014 年 4 月，根据珠国资〔2015〕105 号文件，公司以资本公积转增实收资本 6.00 亿元，华发集团和珠海铎创股权投资管理有限公司分别以货币形式增资 0.98 亿元和 2.99 亿元；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）和珠海工智股权投资基金（有限合伙）均向公司增资 1.02 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；2020 年 12 月，根据珠国资〔2020〕434 号文件，珠海市国资委批准华发集团向公司增资 120.00 亿元，其中 1.71 亿元计入“实收资本”，剩余部分计入“资本公积”；2021 年 9 月，根据珠国资〔2021〕312 号文件，珠海市国资委同意华发集团以货币形式向公司增资 200.00 亿元，其中 2.85 亿元计入“实收资本”，剩余 197.15 亿元计入“资本公积”。截至 2022 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 16.96 亿元，华发集团直接和间接持有公司 85.82% 股权，系公司控股股东；珠海市国资委系华发集团控股股东，是公司的实际控制人（详见附件 1-1）。

截至 2022 年 9 月底，公司业务以城市运营、商贸物流和现代服务三大板块为主；本部设运营管理部、行政人事部、财务管理部、资金管理部和董事会办公室共 5 个部门（详见附件

1-2）；截至 2022 年 3 月底，拥有纳入合并范围的一级子公司共 6 家（详见附件 1-3）。

截至 2021 年底，公司资产总额 1407.86 亿元，所有者权益 717.99 亿元（含少数股东权益 58.49 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 600.95 亿元，利润总额 24.75 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 1498.02 亿元，所有者权益 729.62 亿元（含少数股东权益 69.42 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 146.00 亿元，利润总额 2.97 亿元。

公司注册地址：珠海市昌盛路 155 号湾仔南湾大道北侧珠海威尔药业有限公司实验楼二楼 214 室；法定代表人：许继莉。

二、本期中期票据概况

公司计划发行 2023 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模不超过 10.00 亿元（含），期限为 3+2 年，附第 3 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权。本期中期票据采用固定利率，按年付息，到期一次还本，募集资金拟用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季

度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速¹（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

表 1 2018—2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额（万亿元）	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速（%）	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速（%）	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速（%）	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速（%）	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅（%）	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅（%）	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速（%）	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率（%）	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比

增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期

计算的几何平均增长率，下同。

回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居

民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行

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

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了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年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经

济的作用再次凸显，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法依规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，

对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、

欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

珠海市享有独特的政策优势，经济实力和财政实力持续增强；随着粤港澳大湾区正式列入国家经济发展战略，以及粤港澳大湾区1小时城际交通网络圈的形成，珠海市面临重要的发展机遇，公司外部发展环境良好。2022年上半年，受内外部环境及疫情影响，珠海市经济增速有所下降，政府性基金预算收入下降幅度较大。

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九洲、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔和跨境工业区共8个国家一类口岸。《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。已通车的港珠澳大桥、广深港高铁，与在建的深中通道、深江铁路通道等，架起大湾区横向“黄金走廊”；通车多年的广深高速公路、广珠城际轨道，与在建的中山西部外环高速公路等构成纵向骨架，大湾区核心区高速公路密度达到每百平方公里8.7公里，珠海市将形成粤港澳大湾区1小时城际交通网络圈，未来发展前景较好。

近年来，珠海市区域经济实力持续增强。根据《珠海市国民经济和社会发展的统计公报》，2019—2021年珠海市分别实现地区生产总值（GDP）3435.9亿元、3481.9亿元和3881.75亿

元，同比增速分别为 6.8%、3.0%和 6.9%。分产业看，2021 年珠海市第一产业增加值 55.02 亿元，增长 7.1%，对地区生产总值增长的贡献率为 1.49%；第二产业增加值 1627.47 亿元，增长 6.5%，对地区生产总值增长的贡献率为 38.86%；第三产业增加值 2199.27 亿元，增长 7.2%，对地区生产总值增长的贡献率为 59.65%。三次产业的比例为 1.4:41.9:56.7。

近年来，珠海市固定资产投资规模有所波动。2019—2020 年，珠海市分别完成固定资产投资 1971.88 亿元和 2230.40 亿元，同比分别增长 6.1%和 13.1%。2021 年，珠海市完成固定资产投资同比下降 3.1%，其中，房地产开发投资同比增长 8.0%。分产业看，第一产业投资同比下降 24.1%，第二产业投资同比增长 10.0%，第三产业投资同比下降 5.4%。工业投资同比增长 10.0%，占固定资产投资比重为 17.6%。

2019—2021 年，珠海市分别实现一般公共预算收入 344.5 亿元、379.1 亿元和 448.22 亿元，同比增速分别为 3.9%、10.1%和 18.2%。其中税收收入分别为 284.0 亿元、296.7 亿元和 314.1 亿元，占一般公共预算收入的比重分别为 82.44%、78.26%和 70.08%，收入质量较好。2021 年，珠海市一般公共预算支出 787.56 亿元，增长 16.2%；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 56.91%，财政自给能力一般。2019—2021 年，珠海市分别实现政府性基金收入 433.7 亿元、563.8 亿元和 496.4 亿元。

2022 年上半年，受国内外环境复杂演变、疫情多发散发等超预期因素影响，珠海市经济增速有所下降。根据珠海市政府官网数据，2022 年上半年，珠海市实现地区生产总值（GDP）1906.78 亿元，同比增长 2.0%。其中，第一产业增加值 25.64 亿元，同比增长 4.0%；第二产业增加值 822.11 亿元，同比增长 6.2%；第三产业增加值 1059.03 亿元，同比下降 1.0%。2022 年上半年，珠海市全市地方一般公共预算收入 243.51 亿元，同比增长 3.2%。其中，税收收入

下降 1.8%，占一般公共预算收入比重为 64.5%。同期，珠海市一般公共预算支出 400.80 亿元，同比增长 7.5%。2022 年上半年，珠海市实现政府性基金预算收入 123.96 亿元，同比下降 21.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 16.96 亿元，控股股东为华发集团，实际控制人为珠海市国资委。

2. 企业规模及竞争力

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，经营定位较明确，在珠海市区内竞争优势显著。

经过多年的发展，公司已形成了集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块为主的业务结构，其中城市运营板块由子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城运”）及其下属子公司等负责，商贸物流板块由子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）及其下属子公司负责，现代服务板块由子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司（以下简称“华发现代服务”）负责。

除公司外，珠海市共有 5 大公共事业运营主体，即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“珠海大横琴”），其中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、珠海城建和珠海大横琴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，珠海大横琴主

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，年龄构成合理，能够满足公司目前经营发展的需要。

截至报告出具日，公司设董事长 1 人、总经理 1 人、副总经理 1 人、财务总监 1 人、董事会秘书 1 人。

郭凌勇先生，1973 年生，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常务副总经理等职务；现任公司董事长，兼任华发城运董事长。

许继莉女士，1971 年生，硕士研究生学历，经济师；曾任中国农业银行股份有限公司珠海市分行副行长，兴业银行股份有限公司珠海分行副行长；现任公司董事、总经理及法定代表人，兼任珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财司”）和华发商贸董事长等职务。

截至 2022 年 3 月底，公司在职工 3748 人。从学历构成看，大学本科及以上学历员工共 2172 人，大专及以下学历员工共 1576 人；从年龄看，30 岁及以下员工 1241 人，31 至 50 岁员工 2217 人，51 岁及以上员工 290 人。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：4404010004022773），截至 2022 年 9 月 19 日，公司本部无不良或关注类信贷记录。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440400584696645U），截至 2022 年 9 月 19 日，华发城运本部无不良或关注类信贷记录。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社

会信用代码：914404001925344521），截至 2022 年 9 月 20 日，华发商贸本部无未结清的不良或关注类信贷记录；已结清关注类贷款 4 笔，均已于 2014—2015 年正常还款，不存在逾期欠息的情况。

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，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司及重要子公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司建立了完善的法人治理结构，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。

1. 法人治理结构

公司按照《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》，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，每届任期 3 年，任期届满，可以连选连任。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、资金管理部和董事会办公室 5 个职能部门，并在财务、预算、投融资、对外担保等方面制定

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。

财务管理制度方面，公司财务管理工作总体目标为保持公司良好的财务状况，实现安全性、收益性与流动性的统一；通过发展核心产业、合理运用资本运作手段，根据公司战略规划，有效配置财务资源，保障公司健康、持续、稳定发展。财务工作应遵循的基本原则为成本效益平衡原则；收益风险均衡原则；短期与长期利益相结合原则；集中管理与分级授权相结合的原则；目标导向与过程管理相结合的原则。公司财务管理制度规范了财务管理职责。公司财务制度对公司财务工作的组织体系、资金管理、资产管理、负债管理、成本及费用管理、收入及利润管理、财务内部控制制度、财务风险管理、财务预算、财务报告、管理会计、外部审计、资产评估、财务信息化、财务监督等方面进行了具体规定。

投融资管理制度方面，公司相关职能部门组织实施投资项目的可行性分析和评估，制定投资计划并报公司总经理办公会审议，所有投资项目均需经公司总经理办公会审议；经公司总经理批准后上报并执行；原已通过审批的项目，如果在实施推进过程中，其关键指标与原申报材料相比有较大的差异、或者所涉及的资金超出原估算额度的，须重新审核。

担保管理制度方面，公司有关对外担保的决策管理按照《对外担保管理办法》执行；公司按照华发集团的计划安排和工作部署，做好对外担保的各项工作；按照华发集团对外担保制

度规定的审批权限履行审批程序；公司对外担保的日常管理工作由公司相关业务部门跟进并组织实施。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来受贸易业务规模不断扩大影响，公司营业总收入规模增长较快，但综合毛利率波动下降。

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长40.49%。其中，土地一级开发收入持续下降，主要系土地出让宗数和面积下降导致；大宗商品批发收入大幅增长，2021年同比增长25.48%，主要系化工产品收入的增长；2021年公司新增房地产销售业务收入，系城市运营板块经营性地产项目开始确认收入所致；其他业务收入占比较小，对公司整体收入规模影响不大。

2019—2021年，公司综合毛利率波动下降。2020年，公司综合毛利率大幅下降，主要系业务毛利率低的大宗商品批发收入占比提升导致；2021年，受毛利率较高的房地产业务拉动影响，公司综合毛利率同比提升4.23个百分点。2019—2021年，公司土地一级开发业务毛利率持续下降，主要系不同地块土地增值收益返还比例不同；大宗商品批发业务毛利率维持低水平。

2022年1—3月，公司实现营业总收入146.00亿元，主要来自大宗商品批发收入；综合毛利率为3.62%。

表2 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	44.57	14.64	69.22	25.21	6.01	42.39	17.38	2.89	33.78
房地产销售	0.00	0.00	/	0.00	0.00	/	82.29	13.69	41.71
代建业务	0.00	0.00	/	0.00	0.00	/	9.47	1.58	-2.38
大宗商品批发	243.98	80.13	0.38	383.71	91.51	0.31	481.48	80.12	0.31
汽车销售	4.29	1.41	7.32	2.90	0.69	6.78	3.07	0.51	8.35

项目	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
会展和酒店经营	3.45	1.13	7.89	1.52	0.36	-163.87	3.40	0.56	20.22
资产租赁	0.75	0.25	6.74	0.98	0.23	3.39	1.17	0.19	31.92
物业服务	2.80	0.92	22.66	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	/
其他业务	4.65	1.53	48.74	4.99	1.19	53.27	2.70	0.45	7.07
合计	304.49	100.00	11.60	419.32	100.00	2.92	600.95	100.00	7.15

注：合计尾差系四舍五入导致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

(1) 城市运营

城市运营板块为公司的核心业务，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。2021年，公司经营性地产项目销售收入规模较大，业务毛利率较高。此外，公司土地储备规模较大，区位优势，未来增值空间大。

公司城市运营板块主要分为土地一级开发业务、经营性项目开发业务和项目代建业务等。

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。

2019—2021 年，公司土地一级开发收入持续下降，主要系土地出让宗数和面积下降导致；土地一级开发业务分别获得回款 11.40 亿元、13.86 亿元和 53.05 亿元，回款情况大幅改善。截至 2021 年底，公司分别应收珠海金湾区财政局和珠海保税区管理委员会业务款 23.51 亿元和 9.08 亿元。

表 3 公司运营土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元、%）

项目	十字门中央商务区			金湾航空新城			保税区二期			高新区北围		
	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
土地出让数量	0	0	1	7	4	2	1	1	1	3	0	0
出让面积	0.00	0.00	5.86	87.10	33.92	35.94	3.08	19.02	14.67	14.00	0.00	0.00
分成收入	0.00	0.00	-5.24	25.58	1.54	3.97	0.29	3.08	4.21	4.00	0.00	0.00
结转开发成本	0.00	0.00	-0.48	2.94	1.02	1.40	0.22	1.36	1.64	2.03	0.00	0.00
开发收益	0.00	0.00	-4.76	22.64	0.52	2.57	0.07	1.72	2.57	1.97	0.00	0.00
毛利率	0.00	0.00	/	88.51	33.77	64.74	24.14	55.84	61.05	49.25	0.00	0.00

项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
土地出让数量	4	4	1	0	1	0	1	0	0
出让面积	23.61	52.94	35.96	0.00	9.44	0.00	18.41	0.00	0.00
分成收入	5.53	8.20	5.21	0.62	5.64	5.32	8.54	6.75	3.91
结转开发成本	0.00	0.00	0.00	0.62	5.64	5.32	7.91	6.51	3.62
开发收益	5.53	8.20	5.21	0.00	0.00	0.00	0.63	0.24	0.29
毛利率	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00	7.38	3.56	7.40

注：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；珠海北站 TOD 项目由公司参股的珠海城际轨道实业有限公司（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%；2021 年，公司将以前年度十字门中央商务区 3 宗重复出让用地的分成收益退还给政府（第一次出让后竞得企业未开发，被政府收回再度出让，两次出让公司都获取了分成收益），冲减收入约 5.24 亿，冲减成本约 0.48 亿，冲减开发收益约 4.76 亿元，故 2021 年十字门中央商务区土地出让开发收益为负

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司主要在建土地一级开发项目情况如下表所示，未来尚需投资 68.12 亿元，存在资本支出压力。

表 4 截至 2022 年 3 月底公司主要在建土地一级开发项目情况（单位：平方公里、亿元）

项目	开发面积	总投资	已投资
十字门中央商务区	5.77	81.60	76.81
金湾航空新城	3.80	35.00	31.15
保税区二期	2.30	25.09	8.48
高新区北围	4.96	59.33	27.03
珠海北站 TOD	1.46	17.50	6.93
合计	18.29	218.52	150.40

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整

资料来源：公司提供

表 5 截至 2022 年 3 月底公司经营性项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	已完成投资	可供出售面积	已销售面积	已销售金额（含税）	累计确认收入（不含税）
珠海中心	7.91	16.05	7.76	7.51	25.22	24.02
横琴国际金融中心	13.55	28.30	12.59	6.72	27.28	23.91
总部基地蓝湾智岛（二期）	7.69	5.36	5.16	0.96	1.98	1.82
十字门琴澳新城（北九）	84.21	88.13	74.43	35.12	114.98	36.49
横琴片区金融岛及金融岛西侧项目	116.20	146.87	86.13	22.70	109.77	0.00
合计	229.56	284.71	186.07	73.01	279.23	86.24

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

此外，公司将部分经营性项目对外出租。2019—2021 年，公司分别实现资产租赁收入 0.75 亿元、0.98 亿元和 1.17 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司主要在建经营性项目情况如下表所示，未来尚需投资 469.28 亿元，存在较大的资本支出压力。

经营性项目开发

公司开发的经营性项目主要包括会展商务组团、横琴国际金融中心大厦、横琴金融产业基地、高新区北围智谷园芯和富山智选小镇生活中心等项目。建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO 办公、商务公寓等。公司利用自有资金拿地开展项目建设，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 2022 年 3 月底，公司在售经营性项目累计销售面积 73.01 万平方米，累计销售金额 279.23 亿元。2021 年，公司实现房产销售收入 82.29 亿元，业务毛利率为 41.17%。

表 6 截至 2022 年 3 月底公司主要在建经营性项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总投资	已投资
会展商务组团（二期）	42.00	28.06
富山智选小镇生活中心	23.68	17.70
富山科创中心	11.10	4.40
工人文化宫	55.00	34.13

项目名称	总投资	已投资
十字门琴澳新城（北九）	219.80	88.13
北山区域城市更新	151.00	15.76
横琴片区金融岛及金融岛西侧项目	301.75	146.87
合计	804.33	335.05

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：公司提供

项目代建

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）。上述项目已于 2021 年 3 月底建设完毕并移交，累计完成投资 10.74 亿元。2021 年，华金公司确认上述项目代建收入 9.18 亿元，收到回款 10.00 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。

表 7 截至 2022 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	是否需要公司筹资	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
					2022 年 4—12 月	2023 年	2024 年
富山产业新城	2021—2024	否	25.11	9.94	7.80	5.00	2.37
斗门“一河两岸”	2021—2024	否	7.51	3.31	1.50	1.50	1.20
中山大学珠海校区	2018—2025	否	40.24	21.23	6.50	5.00	5.00
金湾航空城市民艺术中心	2017—2024	否	16.93	11.66	2.77	1.52	0.98
金湾华发国际商务中心商务区	2017—2024	否	26.60	17.93	2.30	3.46	3.46
合计	--	--	116.39	64.07	20.87	16.48	13.01

注：2021 年 10 月起，富山产业新城与斗门“一河两岸”项目转为委托代建模式，表格中已投资包括 21 年 10 月前按土地一级开发模式时已完工未结算的项目投资

资料来源：公司提供

土地储备

除一级土地开发外，截至 2022 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、富山等区域的 47 宗土地使用权，占地面积合计 171.06 万平方米、计容建筑面积 462.86 万平方米，账面价值 186.42 亿元，土地性质包括住宅、商业和公寓。

（2）商贸物流

公司大宗商品批发业务规模很大，但业务毛利率维持在低水平；其中有色金属占比很高，存在单一货种依赖风险；汽车销售收入占比较小，对公司收入影响不大。

公司商贸物流板块主要包括大宗商品批发业务和汽车销售业务。

大宗商品批发

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

受下游客户需求等因素影响，近年来公司持续扩大大宗商品批发业务贸易规模。2021 年，化工产品贸易收入 108.15 亿元，同比增长

668.17%；有色金属收入和化工产品收入占大宗商品批发收入的比重分别为 69.61%和 22.46%。

有色金属系大宗商品批发收入最重要的来源，公司存在单一货种依赖风险。

表 8 公司大宗商品批发业务采购与销售情况（单位：万元/吨、吨、公斤）

商品	采购均价			采购数量		
	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
钢材	3949.63	3451.84	4579.57	23.87	26.13	36.38
煤炭	446.59	462.19	0.00	42.66	22.26	0.00
化工产品	0.00	2867.40	4237.24	0.00	51.64	255.04
矿产品	11385.18	6916.96	2111.67	16.29	13.44	58.29
有色金属	27886.15	33241.01	54728.38	77.60	103.99	62.52
农副产品	0.00	0.00	13328.27	0.00	0.00	8.97
商品	销售均价			销售数量		
	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
钢材	4123.30	4094.05	4612.89	20.50	23.55	34.73
煤炭	455.22	475.22	0.00	42.66	22.26	0.00
化工产品	0.00	2506.31	4256.29	0.00	56.18	254.11
矿产品	11432.73	10548.80	1941.05	13.84	15.19	53.13
有色金属	27882.01	32955.68	55089.73	78.10	103.99	60.84
农副产品	0.00	0.00	13891.06	0.00	0.00	7.92

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。2021 年，公司前五大供货商采购金额占比 36.70%，集中度较上年有所下降（2020 年为 50.88%），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。2021 年，公司前五大销售商销售金额占比合计 27.13%，集中度较上年略有下降（2020 年为 29.66%）。

汽车销售

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。华发汽车现拥有 5 家门店。其中，华发汽车本部经营业务包括销售平行进口汽车、综合品牌汽车和售后维修业务，子公司珠海市华发上众汽车有限公司经营上海大众品牌业务，子公司珠海华发德和汽车有限公司经营雪佛兰品牌业务，子公司珠海华发天成汽车有限公司

经营广汽传祺品牌业务，子公司珠海市华发锐达汽车有限公司经营斯柯达品牌业务，子公司广州铨发汽车贸易有限公司经营平行进口车业务。

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

近年来，华发汽车乘用车销量增长呈疲态。2019—2021 年，公司汽车销售收入波动下降，业务毛利率略有波动。

（3）现代服务

受益于新冠肺炎疫情逐步控制，2021 年，公司现代服务业务规模收入大幅增长，但整体规模不大，对公司整体收入贡献有限。

公司现代服务板块主要包括会展服务业务和酒店经营。

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。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。

2019—2021 年，公司酒店会展收入波动下降，其中 2020 年受新冠肺炎疫情影响，业务收入下降较大，毛利率由正转负；2021 年收入同比增长 123.82%，主要系受益于新冠肺炎疫情逐步控制。

3. 未来发展

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，“十四五”时期，公司计划实施“科技+金融+产业+城市”发展模式，即以科技为统领，构建金融产业集群、城市产业集群、实体产业集群。公司计划以金融产业集群为基础和纽带、以城市产业集群为载体，整合华发集团优势资源，打造华发集团实体产业集群，推动珠海实体经济和城市建设发展，促进珠海先进制造业和现代服务业深度融合。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019—2021 年度合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，审计结论均为标准无保留意见；公司提供的 2022 年一季度财务报表未经审计。

截至 2022 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 6 家。2020 年，公司合并范围减少子公司 1 家，系转让持有的子公司珠海华熠开发建设有限公司全部股权；2021 年及 2022 年一季度，公司合并范围未发生变化。总体看，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

随城市运营业务持续投入，公司资产规模持续增长；公司账面资金充裕，项目开发形成的存货和长期股权投资规模较大。公司整体资产质量较高。

2019—2021 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 30.25%。截至 2021 年底，公司资产结构较为均衡。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	557.12	67.13	758.90	69.22	783.36	55.64	859.13	57.35
货币资金	188.79	22.75	266.30	24.29	214.55	15.24	268.05	17.89
应收账款	49.77	6.00	59.03	5.38	38.45	2.73	39.94	2.67
存货	278.43	33.55	356.38	32.51	451.34	32.06	456.32	30.46
非流动资产	272.74	32.87	337.41	30.78	624.49	44.36	638.89	42.65
长期股权投资	154.33	18.60	207.58	18.93	503.04	35.73	504.88	33.70
固定资产	69.57	8.38	73.46	6.70	68.11	4.84	67.70	4.52
资产总额	829.86	100.00	1096.31	100.00	1407.86	100.00	1498.02	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2019—2021 年底，公司货币资金波动增长，年均复合增长 6.60%。截至 2021 年底，公司货币资金中受限部分 18.99 亿元。

2019—2021 年底，公司应收账款波动下降，年均复合下降 12.11%。截至 2021 年底，公司应收账款账面价值较上年底下降 34.87%，主要

系公司根据新收入准则将部分应收账款重分类至合同资产所致；应收对象主要为珠海市金湾区财政局和珠海保税区管理委员会，占应收账款账面余额的比重分别为 59.62%和 23.04%，上述款项回收风险不大，但对公司资金形成占用。

截至 2021 年底,公司合同资产 13.92 亿元,由代建管理费收入 0.17 亿元和 TOD 项目工程 13.76 亿元构成。

2019—2021 年底,公司存货持续增长,年均复合增长 27.32%。截至 2021 年底,公司存货较上年底增长 26.65%,主要来自开发成本的增加,系十字门中央商务区和工人文化宫综合体等项目持续投入所致;从构成上看,主要由开发成本 406.55 亿元和开发产品 23.12 亿元构成。

2019—2021 年底,公司长期股权投资持续增长,年均复合增长 80.54%。截至 2021 年底,公司长期股权投资较上年底增长 142.34%,主要系对珠海华发投资控股集团有限公司(以下简称“华发投控”)增资 21.13 亿元和对珠海市海川地产有限公司²(以下简称“海川地产”)增资 267.31 亿元;从构成上看,长期股权投资主要包括对华发投控(账面价值 143.09 亿元,持股比例 42.26%)、海川地产(账面价值 298.98 亿元,持股比例 49.75%)、珠海华晖房地产开发有限公司(账面价值 34.69 亿元,持股比例 25.00%,以下简称“珠海华晖”)和华发财司(账面价值 18.26 亿元,持股比例 30.00%)的投资。

2019—2021 年底,公司固定资产变动不大。截至 2021 年底,公司固定资产主要为房屋及建筑物 66.54 亿元。

2022 年 3 月底,公司资产总额较上年底增长 6.40%,主要来自货币资金的增加,资产构成较上年底变化不大。

受限资产方面,截至 2022 年 3 月底,公司受限资产金额 159.82 亿元,受限比率为 10.67%。其中,受限的存货、货币资金和固定资产分别为 116.98 亿元、13.50 亿元和 24.34 亿元。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

受益于华发集团注资,公司所有者权益连续增长,权益稳定性较强。

2019—2021 年底,公司所有者权益持续增长,年均复合增长 21.19%,主要来自资本公积的增加。截至 2021 年底,公司所有者权益主要由其他权益工具和资本公积构成。

2019—2021 年底,公司实收资本持续增长,年均复合增长 16.93%,主要系华发集团向公司注资。

2019—2021 年底,公司其他权益工具持续下降,年均复合减少 50.92%,主要系偿还到期权益性金融工具。

2019—2021 年底,公司资本公积年均复合增长 42.82%,主要系华发集团向公司注资。

截至 2022 年 3 月底,公司所有者权益规模和结构均较上年底变化不大。

表 10 公司主要所有者权益和负债构成情况(单位:亿元、%)

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	176.57	51.78	317.75	61.30	399.44	57.90	452.42	58.88
短期借款	78.49	23.02	133.46	25.75	140.62	20.38	156.47	20.36
预收款项	4.91	1.44	62.57	12.07	0.06	0.01	0.18	0.02
合同负债	0.00	0.00	0.00	0.00	130.29	18.89	159.02	20.70
其他应付款(合计)	43.74	12.83	28.31	5.46	44.19	6.41	28.06	3.65
一年内到期的非流动负债	27.22	7.98	58.11	11.21	23.37	3.39	50.74	6.60
非流动负债	164.40	48.22	200.64	38.70	290.43	42.10	315.98	41.12

² 海川地产股东为珠海华发实业股份有限公司(持股比例 49.75%)、华发城运(持股比例 49.75%)和珠海城建(持股比例

0.50%),实际控制人为珠海市国资委

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期借款	84.66	24.83	160.78	31.02	244.41	35.43	258.02	33.58
应付债券	74.72	21.91	34.92	6.74	33.97	4.92	43.96	5.72
负债总额	340.97	100.00	518.39	100.00	689.87	100.00	768.39	100.00
实收资本	12.40	2.54	14.11	2.44	16.96	2.36	16.96	2.32
其他权益工具	107.69	22.03	97.93	16.95	25.94	3.61	25.94	3.55
资本公积	297.18	60.79	407.46	70.50	606.16	84.42	606.16	83.08
所有者权益	488.89	100.00	577.92	100.00	717.99	100.00	729.62	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

负债

公司债务规模大幅增长，整体债务负担适中，但短期债务占比较高，面临一定的集中兑付压力。

2019—2021 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 42.24%。2021 年底，公司负债结构以流动负债为主。

2019—2021 年底，公司短期借款持续增长，年均复合增长 33.85%。截至 2021 年底，短期借款主要由质押借款 5.43 亿元、保证借款 60.63 亿元、抵押借款 25.61 亿元和信用借款 48.90 亿元构成，平均年利率为 3.45%。

2019—2021 年底，公司预收款项波动下降。截至 2021 年底，预收款项较上年底下降 99.90%，新增合同负债 130.29 亿元，系执行新准则后会计科目调整及预收售房款增加所致。

2019—2021 年底，公司其他应付款（合计）有所波动。截至 2021 年底，其他应付款较上年底增长 56.12%，主要系与华发集团往来款的增长。

2019—2021 年底，公司一年内到期的非流动负债波动下降。截至 2021 年底，一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款 20.17 亿元、一年内到期的应付债券 0.86 亿元和一年内到期的长期应付款 2.03 亿元构成。

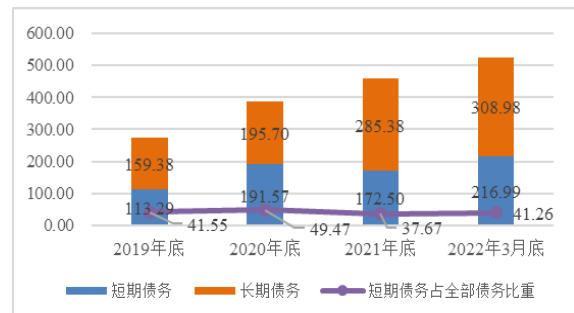
2019—2021 年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长 69.91%。截至 2021 年底，公司长期借款（含一年内到期部分）主要由保证借款（占 84.28%）构成，平均年利率为 5.14%。

2019—2021 年底，公司应付债券持续下降，年均复合下降 32.57%。截至 2021 年底，公司应付债券较上年底下降 2.71%，主要系一年内到期部分转入流动负债所致。

2022 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 11.38%。其中，短期借款较上年底增长 11.27%；一年内到期的非流动负债较上年底增长 117.12%；合同负债较上年底增长 14.44%，主要系预收售房款增加。

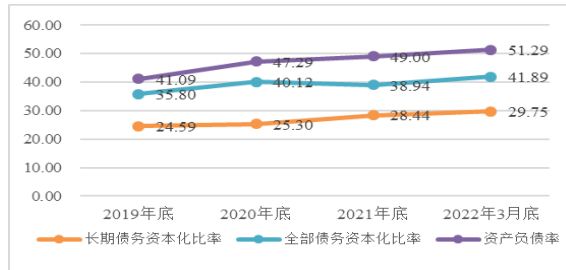
有息债务方面，2019—2021 年底，公司全部债务大幅增长，年均复合增长 29.58%。从债务指标来看，公司资产负债率和长期债务资本化比率均持续增长；全部债务资本化比率波动增长。2022 年 3 月底，公司全部债务较 2021 年底增长 14.87%；从构成看，短期债务占 41.26%，占全部债务的比重有所上升；债务指标较 2021 年底均有所上升。整体看，公司债务负担适中。

图 1 公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司报表及提供数据整理

图2 公司债务杠杆（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司报表及提供数据整理

公司全部债务期限分布情况如下表所示，面临一定的集中兑付压力。

表11 截至2022年3月底公司全部债务期限分布情况

分布	1年以内	1~2年	2~3年
偿还金额（亿元）	216.99	96.90	137.62

资料来源：公司提供

如将永续债调入长期债务，2022年3月底公司全部债务（调整后）增至551.97亿元，公司资产负债率（调整后）、全部债务资本化比率（调整后）和长期债务资本化比率（调整后）分别为53.03%、43.96%和32.25%，公司债务负担有所加重。

4. 盈利能力

公司营业总收入增长较快，营业利润率波动下降，投资收益对利润具有一定贡献。

受大宗商品批发业务规模的提升和房地产业务收入的增长影响，2019—2021年，公司营业总收入与营业成本均保持较快增长，年均复合增长率分别为40.49%和43.98%。2021年，公司营业利润率同比提升2.55个百分点。

期间费用方面，2019—2021年，公司期间费用波动增长；2021年，公司期间费用同比增长30.88%，主要来自管理费用和销售费用的增加。2019—2021年，公司期间费用率持续下降，2021年为2.78%。

公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益，2019—2021年，公司投资收益波动增长，年均复合增长43.23%。2021年，公司投资收益同比减少1.99亿元，其中来自华发

投控、珠海华晖和华发财司的投资收益分别为5.37亿元、1.28亿元和1.79亿元。

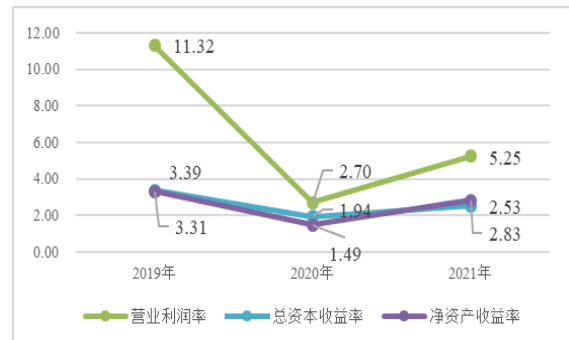
2019—2021年，公司利润总额波动较大。2021年，公司利润总额同比增长146.09%，主要系业务获利增加导致。2019—2021年，投资收益分别相当于利润总额的19.20%、114.32%和38.42%，利润实现对投资收益具有一定依赖性。

表12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
营业总收入	304.49	419.32	600.95	146.00
营业成本	269.17	407.05	558.00	140.71
期间费用	14.51	12.76	16.71	3.56
投资收益	4.64	11.50	9.51	2.21
利润总额	24.14	10.06	24.75	2.97
期间费用率	4.77	3.04	2.78	2.44

资料来源：联合资信根据公司报表及提供数据整理

图3 公司盈利指标（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019—2021年，公司总资本收益率和净资产收益率均波动下降。

2022年1—3月，公司实现营业总收入146.00亿元，相当于2021年全年的24.30%，利润总额为2.97亿元。

5. 现金流

受预收售房款影响，公司经营活动现金净流量由负转正，但随着购买土地资产和追加对联营子公司投资，投资活动净流出大幅增加，资金主要依赖外部融资和股东注资；考虑到建设项目资金需求较大，公司存在较大的筹资压力。

从经营活动来看, 2019—2021年公司经营活动现金流入量持续增长, 年均复合增长59.89%, 主要系营业总收入上升带动回款增长所致; 同期, 公司经营活动现金流出量持续增长, 年均复合增长36.88%, 主要系大宗商品批发业务采购商品以及土地一级开发业务投入增长所致。2019—2021年, 公司经营活动现金流量净额由负转正。同期, 公司收入实现质量较好, 2021年公司现金收入比同比提升7.93个百分点, 主要系预收售房款导致。

从投资活动来看, 2019—2021年公司投资活动现金流入量波动下降, 主要系公司委托贷款及取得投资收益收到的现金规模波动所致。同期, 公司投资活动现金流出量持续增长, 年均复合增长124.89%, 主要系购买土地资产和对联营公司增资导致。2019—2021年, 公司投资活动现金净流出规模持续扩大。

从筹资活动来看, 2019—2021年公司筹资活动现金流入持续增长, 主要为华发集团向公司注资和对外融资; 同期, 公司筹资活动现金流出量持续增长, 年均复合增长21.25%, 主要系偿还债务本息。2019—2021年, 公司筹资活动现金净流量波动增长, 资金来源依赖对外融资和股东注资。

表 13 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 1—3月
经营活动现金流入量	311.62	518.54	796.64	190.90
经营活动现金流出量	366.96	504.51	687.54	178.72
经营活动现金净流量	-55.34	14.04	109.10	12.18
投资活动现金流入量	39.28	3.73	23.48	0.01
投资活动现金流出量	69.13	119.01	349.63	15.06
投资活动现金净流量	-29.84	-115.28	-326.15	-15.05
筹资活动现金流入量	284.77	486.08	570.53	148.85
筹资活动现金流出量	278.17	310.60	408.92	86.61
筹资活动现金净流量	6.60	175.48	161.60	62.24
现金收入比	98.40	121.62	129.55	128.91

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2022年1—3月, 公司收入实现质量维持在较高水平, 经营活动现金流量净额12.18亿

元, 投资活动现金流保持净流出, 筹资活动现金流量净额62.24亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标较强, 长期偿债能力指标尚可, 间接融资渠道畅通。

从短期偿债能力指标看, 2019—2021年, 公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均持续下降。2022年3月底, 速动比率有所回升, 流动比率进一步下降, 公司现金短期债务比为1.26倍, 短期偿债能力指标表现较强。

从长期偿债能力指标看, 2019—2021年, 公司EBITDA分别为36.86亿元、23.21亿元和37.40亿元; EBITDA利息倍数波动下降, 全部债务/EBITDA波动增长。整体看, 公司长期偿债能力指标尚可。

表 14 公司偿债能力指标情况 (单位: %、倍)

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022年 3月底
短期偿债能力指标				
流动比率	315.52	238.84	196.11	189.90
速动比率	157.83	126.68	83.12	89.03
现金短期债务比	1.75	1.40	1.26	1.26
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	2.23	1.30	1.96	--
全部债务/EBITDA	7.40	16.68	12.24	--

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至2022年3月底, 公司获得金融机构授信额度766.99亿元, 剩余授信额度425.64亿元, 间接融资渠道畅通。

截至2022年3月底, 公司对外担保余额39.37亿元, 担保比率为5.40%, 主要系为华发集团和华发投控提供的担保, 被担保方经营状况良好, 公司或有负债风险可控。

7. 公司本部财务分析

公司收入主要来源于子公司, 公司本部对子公司管控力度较强。公司本部收入规模较小, 利润主要依靠投资收益; 债务负担较轻, 但面临一定的短期偿债压力。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，公司本部对子公司管控力度较强。

2021 年底，公司本部资产总额 710.76 亿元，较上年底增长 22.17%。其中流动资产占比为 21.09%，非流动资产占比为 78.91%，非流动资产占比大幅提升。2021 年底，公司本部货币资金为 12.95 亿元。

2021 年底，公司本部负债总额 207.68 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占比为 50.04%，非流动负债占比为 49.96%。公司本部全部债务 179.73 亿元，其中短期债务 75.98 亿元。2021 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 29.22%和 26.32%；如将永续债调入长期债务，2021 年底资产负债率（调整后）和全部债务资本化比率（调整后）分别为 32.87%和 30.12%，公司本部债务负担较轻。

2021 年底，公司本部所有者权益为 503.09 亿元，较上年底增长 33.52%，主要系华发集团向公司增资所致。

2021 年，公司本部营业总收入 5.07 亿元，投资收益 7.28 亿元，利润总额 9.71 亿元。

2022 年 3 月底，公司本部资产总额 703.01 亿元，所有者权益 503.92 亿元；2022 年 1—3 月，公司本部营业总收入 0.14 亿元，投资收益 1.69 亿元，利润总额 1.55 亿元。2022 年 3 月底，公司本部现金短期债务比 0.45 倍，面临一定的短期偿债压力。

九、外部支持

公司持续获得华发集团在资产、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，能够获得华发集团在资产和资金注入、股权划拨方面的支持。2014 年，华发集团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，华发集团将其持有的珠海华富开发建设有限公司（现名称“珠海富山工业园投资开发有限公司”）全部股权无偿划转给公司持有。2020 年，华发集团以货币形式向公司增资 120.00 亿元。2021 年，华发集团以货币形式向公司增资 200.00 亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响不大；公司经营活动现金流入量、EBITDA 对本期中期票据发行后长期债务的保障能力均较强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行规模不超过 10.00 亿元（含），按发行规模上限 10.00 亿元计算（下同），相当于 2022 年 3 月底公司长期债务的 3.24%、全部债务的 1.90%，对公司现有债务的影响不大。

以 2022 年 3 月底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，预计本期中期票据发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 51.29%、41.89%和 29.75%上升至 51.62%、42.35%和 30.42%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

考虑本期中期票据发行后，公司经营活动现金流入量、EBITDA 对发行后长期债务的保障能力均较强。

表 15 本期中期票据偿还能力测算

项 目	2022年3月底
发行后长期债务（亿元）	318.98
2021年经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	2.50
2021年经营活动现金净流入/发行后长期债务（倍）	0.34
发行后长期债务/2021年EBITDA（倍）	8.53

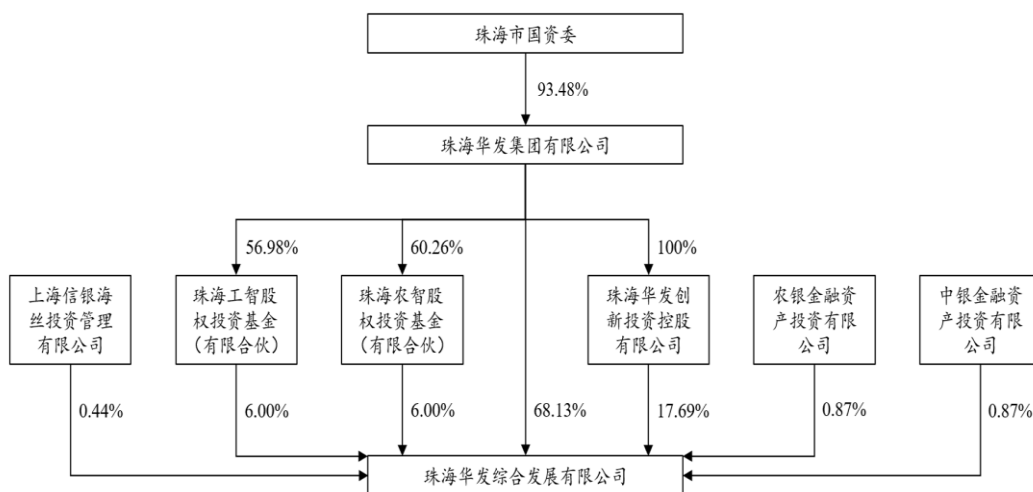
注：发行后长期债务为将本期中期票据发行规模上限额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、 结论

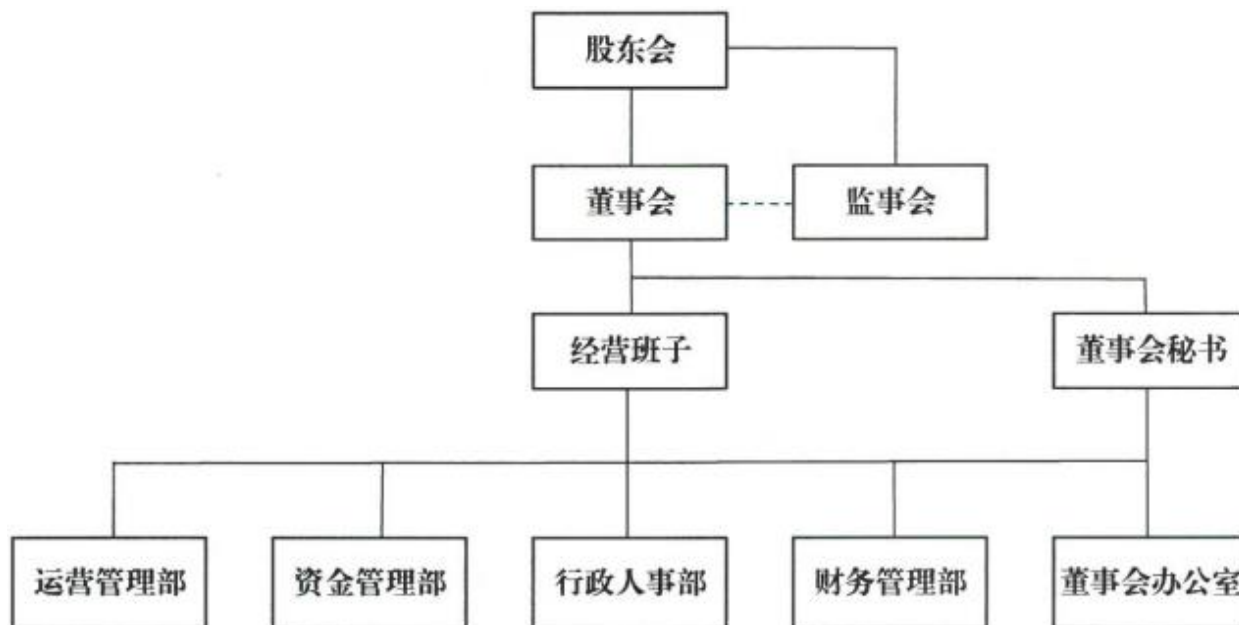
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	经营范围
珠海华发商贸控股有限公司	80.00	10000.00	商品销售
珠海华发现代服务投资控股有限公司	100.00	10000.00	服务业
珠海华发城市运营投资控股有限公司	97.36	88043.48	项目投资
珠海富山工业园投资开发有限公司	100.00	1000.00	项目建设
珠海华发城市研究院有限公司	100.00	2000.00	服务业
珠海市华平建设管理有限公司	90.00	5000.00	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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	198.44	268.93	217.55	273.09
资产总额 (亿元)	829.86	1096.31	1407.86	1498.02
所有者权益 (亿元)	488.89	577.92	717.99	729.62
短期债务 (亿元)	113.29	191.57	172.50	216.99
长期债务 (亿元)	159.38	195.70	285.38	308.98
全部债务 (亿元)	272.68	387.27	457.88	525.97
营业总收入 (亿元)	304.49	419.32	600.95	146.00
利润总额 (亿元)	24.14	10.06	24.75	2.97
EBITDA (亿元)	36.86	23.21	37.40	--
经营性净现金流 (亿元)	-55.34	14.04	109.10	12.18
财务指标				
现金收入比(%)	98.40	121.62	129.55	128.91
营业利润率(%)	11.32	2.70	5.25	2.92
总资本收益率(%)	3.39	1.94	2.53	--
净资产收益率(%)	3.31	1.49	2.83	--
长期债务资本化比率(%)	24.59	25.30	28.44	29.75
全部债务资本化比率(%)	35.80	40.12	38.94	41.89
资产负债率(%)	41.09	47.29	49.00	51.29
流动比率(%)	315.52	238.84	196.11	189.90
速动比率(%)	157.83	126.68	83.12	89.03
经营现金流动负债比(%)	-31.34	4.42	27.31	--
现金短期债务比 (倍)	1.75	1.40	1.26	1.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.23	1.30	1.96	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.40	16.68	12.24	--

注：已将长期应付款中有息部分调整至长期债务计算，因租赁负债中均为经营性租赁而未将租赁负债纳入长期债务；全部债务中未包含各负债科目中利息部分，仅为本金；2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	52.91	107.26	12.95	30.82
资产总额 (亿元)	481.07	581.78	710.76	703.01
所有者权益 (亿元)	273.55	376.80	503.09	503.92
短期债务 (亿元)	44.54	102.89	75.98	69.05
长期债务 (亿元)	114.81	99.62	103.75	104.43
全部债务 (亿元)	159.36	202.51	179.73	173.48
营业总收入 (亿元)	3.27	5.17	5.07	0.14
利润总额 (亿元)	19.95	25.46	9.71	1.55
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	17.60	14.18	12.72	0.04
财务指标				
现金收入比(%)	106.23	81.88	129.37	83.32
营业利润率(%)	94.66	95.67	94.37	74.52
总资本收益率(%)	6.79	6.09	2.77	--
净资产收益率(%)	7.29	6.76	1.93	--
长期债务资本化比率(%)	29.56	20.91	17.10	17.17
全部债务资本化比率(%)	36.81	34.96	26.32	25.61
资产负债率(%)	43.14	35.23	29.22	28.32
流动比率(%)	385.14	345.48	144.21	148.80
速动比率(%)	385.14	345.47	144.20	148.79
经营现金流动负债比(%)	18.98	13.45	12.24	--
现金短期债务比 (倍)	1.19	1.04	0.17	0.45
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：因租赁负债中均为经营性租赁而未将租赁负债纳入长期债务；全部债务中未包含各负债科目中利息部分，仅为本金；2022 年一季度财务报表未经审计；部分数据未获取，以“/”标示

资料来源：公司提供

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 = $[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

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

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 2023 年度第一期中期票据的 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

珠海华发综合发展有限公司（以下简称“贵公司”）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。