

珠海华发综合发展有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行
公司债券（第一期）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〔2024〕10046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2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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

评级总监：

二〇二四年十一月一日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

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综合发展有限公司（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，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。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。

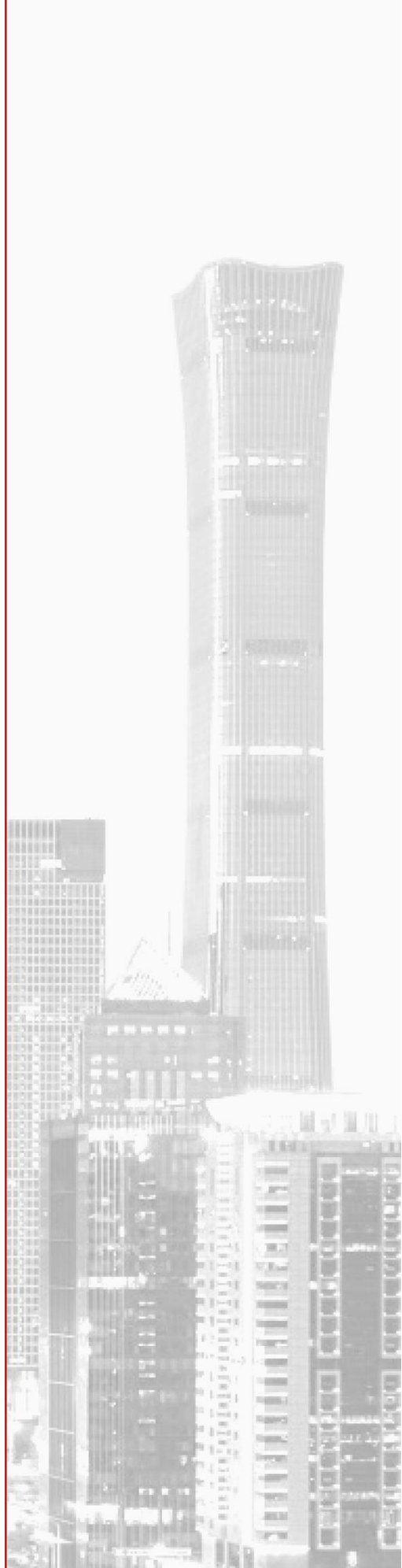
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。



珠海华发综合发展有限公司 2024 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）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	2024/11/01

债项概况 本期债项发行规模不超过 5.00 亿元（含），期限为 5（3+2）年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，每年付息一次，到期一次还本。本期债项募集资金拟用于偿还到期公司债券。

评级观点 珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）是珠海市集城市运营、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。珠海市享有独特的政策优势，经济实力持续增强；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。公司法人治理结构比较有效，内部管理制度较为健全，主要管理人员具有丰富的管理经验。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，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 年以来，公司经营性地产项目销售收入规模较大，业务毛利率较高，在售及在建项目规模大，未来销售情况有待关注，公司资金支出压力较大；公司土地储备规模较大，区位优势。建筑装饰设计业务客户主要为华发集团关联企业，收入规模较大，利润空间不高。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，大宗商品批发业务规模很大，利润空间小。由于城市运营业务持续投入以及合并范围变动，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，整体资产质量较高。公司有息债务持续增长，融资渠道以银行借款为主，整体债务负担适中。2024 年到期债务规模较大，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标较强，间接融资渠道畅通，或有负债风险可控。本期债项的发行对公司债务规模及结构影响小，本期债项发行后，公司长期偿债能力指标表现仍较强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资产和资金注入、股权划拨、政府补助等方面持续获得华发集团和政府的有力支持。

评级展望 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。

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：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱，债务负担明显加重，盈利能力显著下降，融资环境恶化。

优势

- **外部发展环境良好。**珠海市经济实力持续增强，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。2023 年，珠海市实现地区生产总值 4233.22 亿元，完成一般公共预算收入 482.41 亿元，GDP 和一般公共预算收入在广东省排名分别为第 6 位和第 5 位。
- **持续获得有力的外部支持。**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，在珠海市区内竞争优势显著。2020—2021 年，公司股东华发集团以货币形式分别向公司增资 120.00 亿元和 200.00 亿元。2021—2023 年，公司分别收到政府补助 0.23 亿元、0.23 亿元和 0.56 亿元。

关注

- **资金支出压力较大。**截至 2024 年 3 月底，公司城市运营板块主要在建经营性项目总投资 1131.15 亿元，未来尚需投资 580.20 亿元，存在较大的资金支出压力。
- **债务规模大幅增长，存在集中兑付压力。**截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 785.51 亿元，较 2021 年底增加 327.62 亿元。公司短期债务占比高，2024 年到期债务规模 359.56 亿元，占全部债务的 51.27%，2024 年 3 月底现金短期债务比为 0.54 倍。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208						
评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208						
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		
			资产质量	3		
财务风险	F3	现金流	盈利能力	2		
			现金流量	1		
			资本结构	2		
		偿债能力		3		
			指示评级			aa ⁺
			个体调整因素：无			--
个体信用等级			aa ⁺			
外部支持调整因素：政府支持			+3			
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无变动。

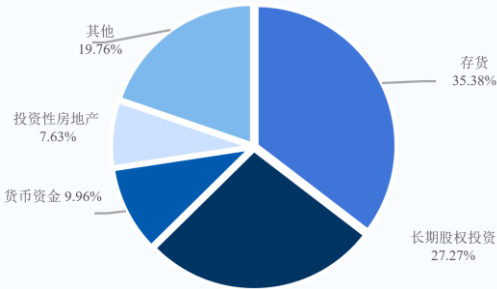
主要财务数据

合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	217.55	197.99	203.07	204.87
资产总额（亿元）	1407.86	1596.20	2038.90	2035.37
所有者权益（亿元）	717.99	755.35	707.77	714.53
短期债务（亿元）	172.50	258.26	359.56	380.08
长期债务（亿元）	285.38	331.26	341.77	405.42
全部债务（亿元）	457.88	589.52	701.32	785.51
营业总收入（亿元）	600.95	585.75	701.28	184.77
利润总额（亿元）	24.75	26.53	26.06	7.87
EBITDA（亿元）	37.40	46.68	50.79	--
经营性净现金流（亿元）	109.10	1.93	25.24	-20.27
营业利润率（%）	5.25	7.41	6.40	6.88
净资产收益率（%）	2.83	2.58	2.84	--
资产负债率（%）	49.00	52.68	65.29	64.89
全部债务资本化比率（%）	38.94	43.83	49.77	52.37
流动比率（%）	196.11	168.03	115.42	128.19
经营现金流动负债比（%）	27.31	0.39	2.59	--
现金短期债务比（倍）	1.26	0.77	0.56	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	1.59	1.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.24	12.63	13.81	--

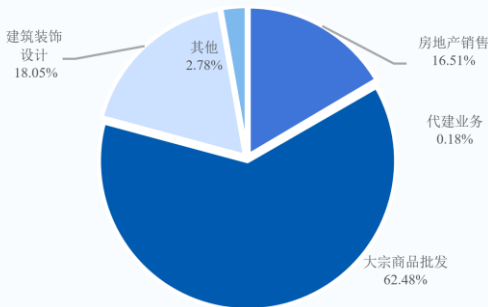
公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	710.76	758.26	751.85	754.71
所有者权益（亿元）	503.09	500.51	474.18	474.19
全部债务（亿元）	179.73	193.33	244.72	246.43
营业总收入（亿元）	5.07	0.53	0.43	0.47
利润总额（亿元）	9.71	4.22	3.65	0.19
资产负债率（%）	29.22	33.99	36.93	37.17
全部债务资本化比率（%）	26.32	27.86	34.04	34.20
流动比率（%）	144.21	98.60	111.42	102.83
经营现金流动负债比（%）	12.24	36.68	-50.21	--

注：本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务计算，因租赁负债均为经营性租赁而未将租赁负债纳入长期债务；合并口径全部债务未包含各负债科目中利息部分，仅为本金；公司 2024 年一季度财务报表未经审计；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：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

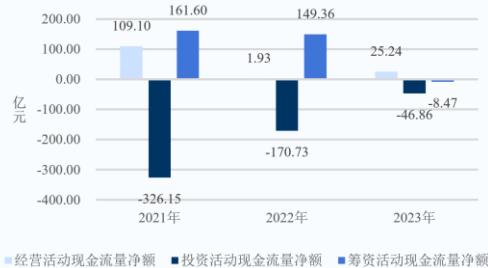
2023 年底公司资产构成



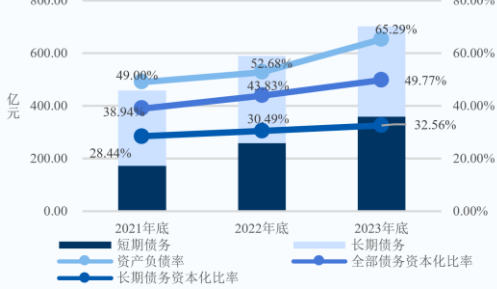
2023 年公司营业总收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	所属区域	GDP	一般公共预算收入（亿元）	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）	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	广东省 珠海市	4233.22	482.41	2038.90	707.77	701.28	26.06	65.29	49.77	13.81	1.08
佛山投控	AAA	广东省 佛山市	13276.14	800.46	733.89	231.00	379.95	18.12	68.52	51.53	5.11	6.99
嘉兴国资	AAA	浙江省 嘉兴市	7062.45	632.02	1709.78	626.15	174.64	7.28	63.38	55.50	13.72	1.78
绍兴城投	AAA	浙江省 绍兴市	7791.00	578.75	729.08	261.67	111.72	3.64	64.11	56.77	20.78	5.02

注：佛山市投资控股集团有限公司简称为佛山投控，浙江嘉兴国有资本投资运营有限公司简称为嘉兴国资；绍兴市城市建设投资集团有限公司简称为绍兴城投
 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	2024/06/25	李坤 李明	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	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 坤 likun@lhratings.com

项目组成员：杨依水 yangys@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”）合资成立的国有企业，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”。2024 年 5 月，公司原股东珠海工智股权投资基金（有限合伙）和珠海农智股权投资基金（有限合伙）将其持有的公司股权变更至华发集团名下。截至 2024 年 5 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 97.82% 股权，系公司控股股东；珠海市国资委系公司的实际控制人（详见附件 1-1）。

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。截至 2024 年 3 月底，公司本部设运营管理部、行政人事部、财务管理部、资金管理部和董事会办公室共 5 个部门（详见附件 1-2）；截至 2024 年 3 月底，公司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 2023 年底，公司资产总额 2038.90 亿元，所有者权益 707.77 亿元（含少数股东权益 93.25 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 701.28 亿元，利润总额 26.06 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 2035.37 亿元，所有者权益 714.53 亿元（含少数股东权益 93.70 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业收入 184.77 亿元，利润总额 7.87 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、本期债项概况

公司计划发行 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债项”），本期债项发行规模不超过 5.00 亿元（含），期限为 5（3+2）年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，每年付息一次，到期一次还本。本期债项募集资金拟用于偿还到期公司债券。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年上半年，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，国内结构调整持续深化等带来新挑战，经济增速有所回落，随着逆周期调控政策加力，经济整体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，积极财政和稳健货币靠前发力，落实大规模设备更新和消费品以旧换新，落实增发国债，调整房地产政策。

2024 年上半年，国民经济运行总体平稳。上半年国内生产总值 61.7 万亿元，同比增长 5.0%。二季度国内生产总值同比增长 4.7%，增速比一季度有所回落；增速回落有雨涝灾害多发等短期因素的影响，也反映出当前困难挑战有所增多，国内有效需求不足、大循环不畅等问题。信用环境方面，上半年稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，流动性合理充裕。下半年，货币政策将加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型；保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱；把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革；完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

展望下半年，党的二十届三中全会对进一步全面深化改革、推进中国式现代化作出了战略部署，进一步凝聚社会共识、解放和发展社会生产力。要完成全年经济增长目标，就要进一步加大逆周期调节力度，用好用足增发国债，继续降低实体经济融资成本，扩大消费，优化房地产政策。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年半年报）](#)》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

珠海市享有独特的政策优势，经济实力持续增强，形成了家电电气业、电力能源业、石化工业、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；珠海市一般公共预算收入波动增长，但受土地市场行情影响政府性基金预算收入持续下降。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。

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。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。

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。2021—2023 年，珠海市规模以上工业增加值同比分别增长 8.8%、6.9% 和 5.8%。2023 年，全市七大工业支柱产业增加值比上年增长 5.3%。其中，家电电气业、电力能源业、石化工业和精密机械制造业分别增长 20.9%、8.0%、4.2% 和 2.7%，电子信息业、天然气开采业和生物医药业分别下降 3.3%、9.8% 和 16.2%。传统优势产业增加值比上年增长 15.9%。其中，纺织服装业增长 1.2%，食品饮料业增长 17.0%，家具制造业增长 8.1%，建筑材料业下降 17.8%，金属制品业增长 3.0%，家用电力器具制造业增长 24.3%。

图表 1 • 珠海市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
GDP（亿元）	3896.04	4045.45	4233.22	1046.64
GDP 增速（%）	7.2	2.3	3.8	6.7
固定资产投资增速（%）	-3.1	-8.8	-13.1	2.4
三产结构	1.4:42.4:56.2	1.5:44.7:53.8	1.7:44.2:54.1	/
人均 GDP（万元）	15.79	16.37	17.03	/

注：标“/”处表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据珠海市国民经济和社会发展统计公报，2021—2023 年，珠海市地区生产总值持续增长，增速波动下降。2023 年，珠海市 GDP 在广东省排名第 6 位；产业结构呈现“三二一”发展格局。固定资产投资方面，2021—2023 年，珠海市固定资产投资增速持

续下降。2023 年，工业投资增长 3.4%，占固定资产投资比重 35.8%；基础设施投资下降 8.6%，占固定资产投资比重 19.2%；高技术制造业投资增长 6.8%，占固定资产投资比重 19.1%。

图表 2 • 珠海市主要财政指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
一般公共预算收入（亿元）	448.19	437.41	482.41	126.56
一般公共预算收入增速（%）	18.2	1.7	10.3	-3.7
税收收入（亿元）	314.14	290.63	300.19	82.59
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	70.09	66.44	62.23	65.26
一般公共预算支出（亿元）	786.66	754.13	671.83	152.99
财政自给率（%）	56.97	58.00	71.81	82.72
政府性基金收入（亿元）	496.40	369.94	86.85	/
地方政府债务余额（亿元）	891.44	1103.54	1321.50	/

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据珠海市财政决算报告及预算执行情况，2021—2023 年，受减税降费等因素影响，珠海市一般公共预算收入波动增长，其中税收收入占比持续下降；珠海市非税收入主要为教育资金收入等专项收入以及国有资源（资产）有偿使用收入。2023 年，珠海市一般公共预算收入在广东省排名第 5 位。2021—2023 年，珠海市一般公共预算支出持续下降，财政自给率持续上升，财政自给能力较强。同期，受土地市场行情影响，珠海市政府性基金收入持续下降。截至 2023 年底，珠海市政府债务余额 1321.50 亿元，其中专项债务余额 985.51 亿元、一般债务余额 335.99 亿元。

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、基础素质分析

1 竞争实力

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。

珠海城建原为华发集团全资子公司，公司采用协议转让的方式逐步向华发集团购买珠海城建股权，2023 年一季度，公司下属子公司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”）成为珠海城建唯一股东，股权收购价款合计 97.14 亿元。珠海城建系维业建设集团股份有限公司（股票代码：300621.SZ，截至 2024 年 3 月底持股比例 29.99%，以下简称“维业股份”）第一大股东。维业股份是以建筑装饰设计与施工及土木工程建筑为主的综合性企业，拥有多项专业壹级、甲级资质，丰富了公司城市运营板块。

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。珠海城建是公司的全资子公司，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；公司主要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。

2 人员素质

公司主要管理人员具有丰富的管理经验，员工素质较好，能够满足公司目前经营发展的需要。

截至 2024 年 3 月底，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，十字门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。

公司于 2024 年 9 月 24 日发布了《珠海华发综合发展有限公司关于董事长，三分之一以上董事发生变动的公告》（以下简称“公告”）。公告称，根据公司股东会决定，委派许继莉为公司董事长，郭凌勇不再担任公司董事长、董事职务，委派颜俊、游思能为公司董事，舒薇薇不再担任公司董事职务；根据公司职工代表大会决定，委派黄华区为公司职工董事。

截至 2024 年 3 月底，公司在职工 5743 人。从学历构成看，硕士及以上学历员工占 11.62%，大学本科学历员工占 53.82%，大专及以下学历员工占 34.56%；从专业构成情况看，管理、专业及支持类员工占 81.26%，技能操作类员工占 18.74%。

3 信用记录

公司本部及下属重要子公司本部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 2024 年 8 月 30 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 2024 年 9 月 9 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 2024 年 9 月 2 日，华发商贸本部无未结清的不良或关注类信贷记录；已结清信贷信息存在 4 笔关注类贷款，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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾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。

六、管理分析

公司法人治理结构比较有效，内部管理制度较为健全，可以满足公司日常经营和管理的需求

1 法人治理

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。

公司股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构，股东会会议由股东按照持股比例行使表决权。董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 人，董事长由华发集团任命。华发集团可提名 6 人作为董事候选人，其他股东提名 1 人，董事任期 3 年，经股东会选举产生。公司设监事会，监事 3 名，华发集团可提名 1 人作为监事候选人，其他股东提名 1 人，职工代表监事 1 人，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。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。

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

公司业务结构多元，房地产开发、大宗商品批发以及建筑装饰设计业务收入为公司主要收入来源，2023 年，公司营业总收入同比增长 19.72%，主要由于公司将珠海城建和其子公司维业股份纳入合并范围，增加建筑装饰设计收入。2021—2023 年，公司业务综合毛利率波动上升。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2023 年全年的 26.35%；综合毛利率较上年小幅下降。

图表 3 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务 板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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（%）
土地一级开发	17.38	2.89	33.78	11.30	1.93	7.24	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
房地产销售	82.29	13.69	41.71	119.49	20.40	49.43	115.80	16.51	54.21	30.31	16.40	52.07
代建业务	9.47	1.58	-2.38	2.37	0.40	-48.53	1.28	0.18	-36.63	2.46	1.33	-3.11
大宗商品批发	481.48	80.12	0.31	439.98	75.11	0.41	438.18	62.48	0.32	113.21	61.27	0.24
汽车销售	3.07	0.51	8.35	3.73	0.64	7.29	4.83	0.69	4.27	0.41	0.22	21.51
会展和酒店经营	3.40	0.56	20.22	3.97	0.68	8.69	6.30	0.90	30.03	1.75	0.95	34.32
建筑装饰设计	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	126.56	18.05	5.49	35.18	19.04	4.29
资产租赁	1.17	0.19	31.92	0.93	0.16	-53.71	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
文化服务	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	2.92	0.42	6.92	0.41	0.22	9.58
其他业务	2.70	0.45	7.07	3.98	0.68	13.74	5.42	0.77	3.56	1.03	0.56	2.13
合计	600.95	100.00	7.15	585.75	100.00	10.44	701.28	100.00	10.43	184.77	100.00	9.87

注：2023 年和 2024 年一季度资产租赁收入计入其他业务收入
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

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，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年以来，公司经营性地项目销售收入规模较大，业务毛利率较高，在售及在建项目规模大，未来销售情况有待关注，公司资金支出压力较大；公司土地储备规模较大，区位优势。建筑装饰设计业务客户主要为华发集团关联企业，收入规模较大，但利润空间不高。

公司城市运营板块主要分为土地一级开发、经营性项目开发、项目代建和建筑装饰设计业务等。

①土地一级开发

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。

2021—2022年，公司土地一级开发收入分别为17.38亿元、11.30亿元，毛利率分别为33.78%和7.24%，收入和毛利率均有所下降，主要原因为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。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；2023年该项目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，出于谨慎原则，公司根据回款金额确认收入，该用地于2023年底出让，公司暂未收到回款，故未确认收入。2021—2023年及2024年一季度，土地一级开发业务分别获得回款53.05亿元、0亿元、5.84亿元和0亿元（2023年获得2022年十字门和保税区二期出让4宗用地的回款，2023年保税区二期出让的1宗用地预计2024年下半年可实现回款）。截至2023年底，公司分别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21.78亿元和8.51亿元。

图表4•公司运营土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元）

业务板块	十字门中央商务区			金湾航空新城			保税区二期			高新区北围		
	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年
土地出让数量	1	1	0	2	0	0	1	3	1	0	6	0
出让面积	5.86	4.40	0.00	35.94	0.00	0.00	14.67	13.17	7.01	0.00	63.10	0.00
分成收入	-5.24	1.80	0.00	3.97	0.00	0.00	4.21	1.60	0.00	0.00	0.00	0.00
结转开发成本	-0.48	0.45	0.00	1.40	0.00	0.00	1.64	0.94	0.00	0.00	0.00	0.00
开发收益	-4.76	1.35	0.00	2.57	0.00	0.00	2.57	0.66	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率（%）	--	75.11	--	64.74	--	--	61.05	41.11	--	0.00	0.00	--
业务板块	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园					
	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年			
土地出让数量	1	1	0	0	--	--	0	--	--			
出让面积	35.96	13.84	0.00	0.00	--	--	0.00	--	--			
分成收入	5.21	2.15	0.00	5.32	--	--	3.91	--	--			
结转开发成本	0.00	0.00	0.00	5.32	--	--	3.62	--	--			
开发收益	5.21	2.15	0.00	0.00	--	--	0.29	--	--			
毛利率（%）	100.00	100.00	--	0.00	--	--	7.40	--	--			

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%；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（第一次出让后觉得企业未开发，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 亿元，冲减成本约 0.48 亿元，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；2022 年，金湾航空新城项目支付一级开发复垦费，冲减当年土地一级开发收入及开发收益

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

珠海北站 TOD 项目已竣工，截至 2024 年 3 月底，公司主要在建土地一级开发项目总投资 171.43 亿元，未来三年尚需投资 7.09 亿元，资金支出压力不大。

图表 5 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建土地一级开发项目情况（单位：亿元）

项目	开发面积 (平方公里)	总投资	已投资	未来三年投资计 划	确认收入金额	已回款金额
十字门中央商务区	5.77	86.00	80.05	3.95	107.22	106.84
金湾航空新城	3.80	31.95	31.95	0	74.44	52.66
保税区二期	2.30	25.09	9.64	3.14	16.27	6.50
高新区北围	8.60	28.39	28.39	0	46.94	47.74
合计	20.47	171.43	150.03	7.09	244.87	213.74

注：由于规划调整，部分项目总投资额有变动；金湾航空新城项目基本竣工，待政府完成核算后再回款；高新区北围项目片区规划调整，目前已基本竣工，剩余原规划项目待政府明确，正在沟通政府进行项目的结算、决算事宜

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

②经营性项目

公司开发的经营性项目主要包括会展商务组团、横琴国际金融中心大厦、横琴金融产业基地、高新区北围智谷园芯和富山智选小镇生活中心等项目。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 2024 年 3 月底，公司在售经营性项目累计销售面积 118.40 万平方米，累计销售金额 478.66 亿元。2021—2023 年，公司分别实现房产销售收入 82.29 亿元、119.49 亿元和 115.80 亿元，业务毛利率分别为 41.71%、49.43%和 54.21%。

图表 6 • 截至 2024 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	33.10	12.27	9.02	40.95	36.28
总部基地蓝湾智岛（二期）	7.69	5.36	5.18	1.36	2.67	2.27
十字门琴澳新城（北九）	84.21	103.97	79.91	42.32	137.87	123.31
横琴片区金融岛项目	43.78	77.31	36.40	18.74	92.47	91.01
横琴片区岛西项目	72.39	82.25	65.31	20.19	92.87	81.71
横琴片区金融街项目	37.71	48.03	32.89	13.39	65.50	0.00
北山城市更新一期南屏片区	35.63	37.87	25.23	2.88	9.38	0.00
湾玺壹号	18.80	15.53	18.56	3.00	11.73	0.00
合计	321.66	419.46	283.51	118.40	478.66	358.59

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年 3 月底，公司主要在建经营性项目总投资 1131.15 亿元，已投资 550.95 亿元，未来尚需投资 580.20 亿元，存在较大的资金支出压力。

图表 7 • 截至 2024 年 3 月公司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	尚需投资
香山湖畔苑	55.00	37.63	17.37
十字门琴澳新城（北九）	219.80	103.97	115.83
北山城市更新一期南屏片区	51.87	37.87	14.00
横琴片区金融岛项目	127.91	77.31	50.60
横琴片区岛西项目	178.97	82.25	96.72
横琴片区金融街项目	97.01	48.03	48.98

白沙头保障房项目	7.50	5.42	2.08
东澳岛酒店	9.02	4.09	4.93
湾玺壹号	54.59	15.53	39.06
裕华聚酯项目	187.08	63.55	123.53
十字门邻里中心（悦玺苑）	10.69	7.20	3.49
琴澳湾花园	28.69	15.55	13.14
深湾荟（北围 45-46T）	25.31	14.89	10.42
观澜四季	77.71	37.68	40.03
合计	1131.15	550.95	580.20

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整；珠海国际金融中心项目原名为会展商务组团（二期），香山湖畔苑项目原名为工人文化宫；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

经营性项目储备方面，截至 2024 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 47 宗、占地面积合计 273.03 万平方米、计容建筑面积 720.18 万平方米的土地使用权，账面价值 485.33 亿元，土地性质包括住宅、商业、办公和酒店等。

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。2021—2023 年，华金公司分别确认上述项目代建收入 9.18 亿元、0.47 亿元和 0.28 亿元，分别收到回款 10.00 亿元（含税）、0.30 亿元（含税）和 0.30 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。

2023 年，公司实现代建业务收入 1.28 亿元，主要来源于金湾航空城产业服务中心、十字门勤政公寓、金山花园、安逸花园、5.0 产业园代建及原富山工业园、斗门一河两岸项目转代建模式后的业务收入；业务毛利率为负，主要由于代建费率偏低且成本相对较高。

截至 2024 年 3 月底，公司主要在建代建项目计划总投资 114.14 亿元，已完成投资 70.40 亿元，开发资金均来源于政府，公司无需筹资。

图表 8 • 截至 2024 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	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2024 年	2025 年	2026 年
富山产业新城	2021-2025	25.11	22.90	1.01	1.20	--
斗门“一河两岸”	2021-2026	7.51	4.90	0.32	1.50	0.80
湖心新城基础设施建设项目	2022-2026	10.00	3.55	1.31	3.00	2.14
横琴子期中学	2023-2026	4.23	0.58	1.26	1.50	0.90
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	0.79	1.38	7.00	7.74
动力电池生产基地建设项目	2022-2025	9.94	5.85	2.20	1.90	--
中山大学珠海校区	2018-2025	40.24	31.83	2.89	5.52	--
合计	--	114.14	70.40	10.37	21.62	11.58

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

④建筑装饰设计

公司建筑设计业务主要由维业股份负责。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。维业股份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。

维业股份的业务主要集中在粤港澳大湾区，华南区域业务占比超过 70%。维业股份目前的经营模式为自主承揽业务、自主组织设计或/和施工。2023 年，公司建筑装饰业务客户中，华发集团及其下属子公司之联营、合营企业金额约占合计金额的 79%。截至 2023 年底，公司建筑装饰设计业务主要未完工的土建工程项目数量为 21 个，项目金额 187.01 亿元，已累计确认收入 82.55 亿元。

2023 年，公司实现建筑设计收入 126.56 亿元，毛利率为 5.49%，利润空间不大。2023 年，维业股份实现营业总收入 155.29 亿元（与公司合并口径建筑设计收入差额系内部关联交易抵消所致），同比增长 4.97%，利润总额为 0.66 亿元，同比下降 48.72%，主要系应收账款、商誉计提的减值损失较上期增加所致。

（2）商贸物流

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。大宗商品批发业务规模很大，但利润空间小，业务风险相对较小；汽车销售业务规模不大。

①大宗商品批发

公司大宗商品批发贸易品种涵括钢材、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化工产品。2022 年，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 63.50% 和 25.21%；2023 年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 62.00% 和 25.91%。

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。

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。2022 年和 2023 年，公司前五大供货商采购金额占比分别为 46.73% 和 38.66%，集中度较高，结算方式主要为货到付款（对国内上游供货方）及 90 天信用证结算（对进口贸易中国外供货方）。下游客户方面，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。2022 年和 2023 年，公司前五大客户销售金额占比合计为 35.32% 和 42.41%，集中度较高。

图表 9 • 2023 年公司大宗商品批发业务主要客户情况（单位：亿元）

项目	主要产品	销售金额	占比（%）	主要结算方式
济宁港航发展集团物贸有限公司	有色金属	64.05	14.62	现款
上海扬臻实业有限公司	有色金属	40.85	9.32	现款
新创云联产业发展有限公司	化工产品	38.65	8.82	现款
上海中泰多经国际贸易有限责任公司	有色金属	24.04	5.49	现款
上海欧挚实业有限公司	有色金属	18.23	4.16	现款
合计	--	185.82	42.41	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2021—2023 年和 2024 年一季度，公司分别实现大宗商品批发收入 481.48 亿元、439.98 亿元、438.18 亿元和 113.21 亿元；同期，受行业特性和业务模式影响，公司大宗商品批发业务毛利率维持在低水平，分别为 0.31%、0.41%、0.32% 和 0.24%。

②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，2023 年华发汽车成为广东省二手车出口试点企业。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综合品牌汽车销售和售后维修业务，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。

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，结算方式主要为单车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。

2021—2023 年，公司汽车销售收入分别为 3.07 亿元、3.73 亿元、4.83 亿元，2023 年明显增加主要由于以销定购的各种车型收入增加；业务毛利率持续下降，分别为 8.35%、7.29%、4.27%，主要由于汽车行业销售承压、厂家返利下降、成本增加等原因。

(3) 现代服务

受益于出行及会展需求的逐步恢复，近年来，公司现代服务业务收入大幅增长，但整体规模不大，对公司整体收入和利润贡献有限。

公司现代服务板块主要包括会展服务、酒店经营和文化服务业务。

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。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。受益于出行及会展需求的逐步恢复，2021—2023 年，公司会展和酒店经营收入大幅增长，分别为 3.40 亿元、3.97 亿元和 6.30 亿元；毛利率分别为 20.22%、8.69%和 30.03%。

2023 年和 2024 年 1—3 月，公司实现文化服务业务收入 2.92 亿元和 0.41 亿元，毛利率分别为 6.92%和 9.58%。

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，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

公司提供了 2021—2023 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，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

截至 2024 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 6 家。2023 年，公司下属十字门公司通过购买方式将珠海城建纳入合并范围，股权收购价款合计 97.14 亿元（评估价值），合并日珠海城建净资产 57.39 亿元，系同一控制下企业合并。珠海城建资产和收入规模较大，对公司财务数据可比性有一定影响。

1 资产质量

由于城市运营业务持续投入以及合并范围变动，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。

截至 2023 年底，公司资产总额较上年底增长 27.73%，主要系将珠海城建纳入合并范围，带动存货、合同资产和投资性房地产等资产增加所致。

图表 10 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	783.36	55.64	843.92	52.87	1126.49	55.25	1155.21	56.76
货币资金	214.55	15.24	197.99	12.40	202.99	9.96	202.21	9.93
存货	451.34	32.06	518.30	32.47	721.36	35.38	741.75	36.44
合同资产	13.92	0.99	16.86	1.06	74.12	3.64	87.56	4.30
非流动资产	624.49	44.36	752.28	47.13	912.41	44.75	880.16	43.24
长期股权投资	503.04	35.73	568.45	35.61	556.05	27.27	557.91	27.41
投资性房地产	12.47	0.89	24.08	1.51	155.54	7.63	155.46	7.64
固定资产（合计）	68.11	4.84	70.74	4.43	95.16	4.67	95.30	4.68
资产总额	1407.86	100.00	1596.20	100.00	2038.90	100.00	2035.37	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2023 年底，公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，其中受限金额为 29.26 亿元，为保证金、定期存单等；货币资金中存放在华发财司的金额为 124.99 亿元。公司存货较上年底增长 39.18%，主要由于将珠海城建纳入合并范围；从构成上看，存

货主要由开发成本 643.27 亿元和开发产品 48.14 亿元构成，开发成本主要为土地一级开发以及房产开发投入。公司合同资产主要为维业股份的工程款或装修设计款等。

2023 年底，公司债权投资 37.48 亿元，系对信托计划的投资。长期股权投资主要包括对珠海华发投资控股集团有限公司（账面价值 164.20 亿元，持股比例 42.26%，以下简称“华发投控”）、珠海市海川地产有限公司¹（以下简称“海川地产”）（账面价值 302.56 亿元，持股比例 49.80%）、珠海华晖房地产开发有限公司（账面价值 37.89 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 23.76 亿元，持股比例 30.00%）的投资。公司投资性房地产以公允价值计量，包括房屋、建筑物 77.71 亿元以及土地使用权 77.84 亿元，2023 年公允价值变动 4.40 亿元；其中 30.57 亿元资产未办妥产权证，除政府移交的 2.04 亿元物业资产以外，其他权证均在办理中。公司固定资产原值 117.18 亿元，累计折旧 22.11 亿元，账面价值 95.08 亿元，其中房屋及建筑物账面价值 89.62 亿元。

受限资产方面，截至 2024 年 3 月底，公司受限资产金额 240.46 亿元，受限比例为 11.81%。总体看，公司资产受限比例不高。

图表 11 • 公司 2024 年 3 月底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	余额	受限原因
应收账款	3.73	借款设定质押
固定资产	49.48	为有限产权的人才住房、借款设定抵押
投资性房地产	95.04	借款设定抵押
存货	52.87	借款设定抵押
货币资金	26.89	使用受限制的货币资金、保证金
交易性金融资产	2.50	开具票据设定质押
其他非流动资产	9.95	土地用途受限
合计	240.46	--

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

受收购珠海城建支付对价与其净资产份额差额冲减资本公积影响，2023 年底公司所有者权益有所下降；权益构成以资本公积为主。

2023 年底，公司所有者权益较上年底下降 6.30%，主要系收购珠海城建 55.00%股权的支付对价与珠海城建净资产份额差额冲减资本公积所致。公司其他权益工具主要为永续债券，2023 年全部偿还完毕。公司所有者权益以资本公积为主，资本公积主要由股东无偿划入的华发商贸和华发城运等公司股权、货币资金增资等形成。

截至 2024 年 3 月底，由于利润累积，公司所有者权益小幅增长，权益结构变动不大。

图表 12 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	16.96	2.36	16.96	2.25	16.96	2.40	16.96	2.37
其他权益工具	25.94	3.61	25.94	3.43	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	606.16	84.42	603.50	79.90	565.50	79.90	565.49	79.14
未分配利润	4.91	0.68	14.98	1.98	27.73	3.92	34.12	4.78
归属于母公司所有者								
权益合计	659.50	91.85	665.38	88.09	614.52	86.83	620.83	86.89
少数股东权益	58.49	8.15	89.97	11.91	93.25	13.17	93.70	13.11
所有者权益合计	717.99	100.00	755.35	100.00	707.77	100.00	714.53	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

¹ 2023 年底海川地产股东为珠海华发实业股份有限公司（持股比例 50.20%）、华发城运（持股比例 49.30%）和珠海城建（持股比例 0.50%），实际控制人为珠海市国资委；2024 年 3 月底公司关于海川地产的最终受益股份比例为 49.80%

(2) 负债

公司有息债务持续增长，融资渠道以银行借款为主，整体债务负担适中，2024 年债务到期规模较大。

2021—2023 年底，由于将珠海城建纳入合并范围、收到往来款以及融资规模扩大等原因，公司负债规模持续增长。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

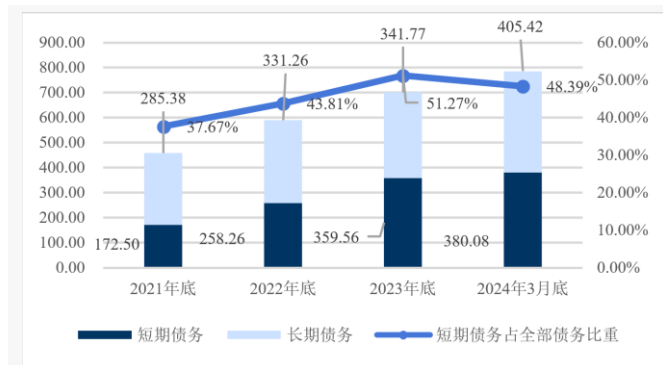
科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	399.44	57.90	502.26	59.73	975.96	73.32	901.20	68.23
短期借款	140.62	20.38	171.76	20.43	169.94	12.77	166.54	12.61
应付账款	32.72	4.74	47.40	5.64	157.29	11.82	154.67	11.71
其他应付款（合计）	44.19	6.41	83.82	9.97	343.90	25.83	257.99	19.53
一年内到期的非流动负债	23.37	3.39	83.23	9.90	145.45	10.93	171.37	12.97
合同负债	130.29	18.89	91.70	10.91	82.62	6.21	79.93	6.05
非流动负债	290.43	42.10	338.60	40.27	355.17	26.68	419.64	31.77
长期借款	244.41	35.43	293.02	34.85	247.24	18.57	294.06	22.26
应付债券	33.97	4.92	14.97	1.78	63.77	4.79	63.78	4.83
负债总额	689.87	100.00	840.85	100.00	1331.13	100.00	1320.84	100.00

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 2023 年底，公司经营性负债主要体现为应付账款（主要为应付工程款）、其他应付款（主要为与关联方的往来款以及应付税款等，2023 年底应付华发集团往来款 256.03 亿元）和合同负债（主要为预收购房款、工程或服务款）。2023 年底，公司其他流动负债 46.24 亿元，主要由关联方拆入款项 30.63 亿元和待转销项税及其他 13.48 亿元构成，关联方拆入款项为有息债务；长期应付款 28.06 亿元，主要为融资租赁款。本报告已将有关部分调整至债务计算。

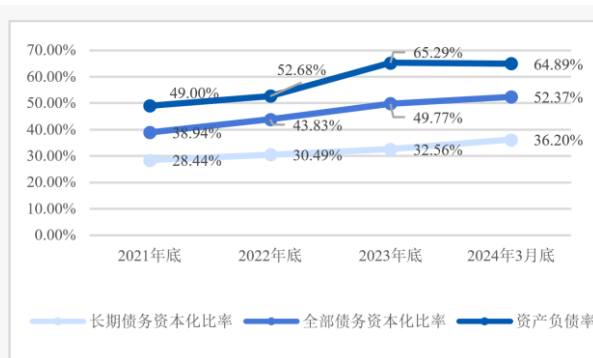
有息债务方面，2021—2024 年 3 月底，公司全部债务持续增长。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 785.51 亿元，其中短期债务 380.08 亿元，长期债务 405.42 亿元，公司短期债务占比高，债务结构有待优化。从融资渠道来看，2024 年 3 月底，公司全部债务中银行借款、债券融资、非标借款分别约占 78%、9%、5%，剩余为关联方拆入款项、票据融资等。从融资成本来看，2023 年下半年，公司发行多只中长期债券，票面利率均低于 3.50%。从债务指标来看，2021—2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势。公司整体债务负担适中。从债务期限分布看，公司 2024 年到期债务规模较大。

图表 14 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

图表 15 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

图表 16 • 截至 2023 年底公司有息债务期限分布情况

项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	5 年以上	合计
偿还金额（亿元）	359.56	84.80	82.20	35.29	96.50	42.98	701.32
占有息债务的比例 (%)	51.27	12.09	11.72	5.03	13.76	6.13	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 盈利能力

2023 年，公司营业总收入大幅增加，利润总额变动不大，投资收益和公允价值变动收益对利润总额贡献较大。

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，2023 年大幅增加主要系新增建筑装饰设计收入所致，营业利润率变化不大。

期间费用方面，2021—2023 年，公司期间费用主要为管理费用和财务费用，期间费用率分别为 2.78%、4.64%和 5.45%。

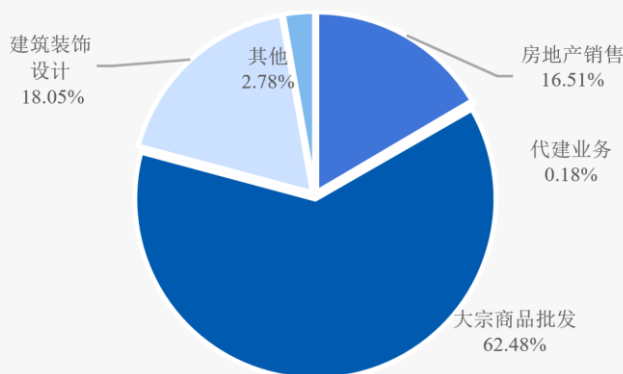
2021—2023 年，公司投资收益持续增长，主要来自权益法核算的长期股权投资收益和持有债权投资取得的收益。2023 年，公司来自华发投控、珠海华晖和华发财司的投资收益分别为 5.51 亿元、2.58 亿元和 2.75 亿元，持有债权投资期间取得的投资收益 2.21 亿元。2023 年，公司公允价值变动收益主要来自投资性房地产公允价值变动。投资收益和公允价值变动收益对公司利润总额贡献较大。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	600.95	585.75	701.28	184.77
营业成本	558.00	524.57	628.11	166.53
费用总额	16.71	27.16	38.19	7.47
其中：销售费用	3.36	5.22	5.48	1.20
管理费用	7.60	8.10	11.20	2.58
财务费用	5.60	13.72	20.45	3.44
公允价值变动收益	0.37	0.15	4.19	0.20
投资收益	9.51	10.36	16.54	2.57
利润总额	24.75	26.53	26.06	7.87
营业利润率（%）	5.25	7.41	6.40	6.88
总资产收益率（%）	2.53	2.70	2.82	--
净资产收益率（%）	2.83	2.58	2.84	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表 18 • 2023 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4 现金流

受预收售房款及土地一级开发等主营业务经营收支变化影响，公司经营活动现金净流入规模波动较大；随着购买土地资产、股权和项目投资支出，公司投资活动现金大规模净流出，近年来净流出规模大幅下降，资金主要依赖外部融资和股东注资；考虑到项目建设以及债务到期，公司存在较大的筹资需求。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	796.64	647.35	757.16	188.71
经营活动现金流出小计	687.54	645.41	731.92	208.98
经营活动现金流量净额	109.10	1.93	25.24	-20.27
投资活动现金流入小计	23.48	14.20	27.95	12.90
投资活动现金流出小计	349.63	184.93	74.81	11.44
投资活动现金流量净额	-326.15	-170.73	-46.86	1.46
筹资活动前现金流量净额	-217.05	-168.79	-21.62	-18.81
筹资活动现金流入小计	570.53	501.13	576.62	206.29
筹资活动现金流出小计	408.92	351.77	585.09	185.91
筹资活动现金流量净额	161.60	149.36	-8.47	20.38
现金收入比（%）	129.55	105.96	104.94	100.29

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

经营活动现金流方面，公司经营活动现金流以经营业务款项收支为主，辅以少部分往来款收支。2021—2023 年，公司经营活动现金流入量波动下降，2023 年公司销售商品、接受劳务收到的现金 735.90 亿元，同比增长 18.57%，主要系大宗商品批发、房地产开发、建筑装饰设计等业务收款增加所致。同期，公司现金收入比维持在较高水平，收现质量较高。2021—2023 年，公司经营活动现金净流入规模变动大。

公司投资活动现金流入主要系公司收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金，投资活动现金流出主要系购买土地资产、股权投资和项目投资支出。公司投资活动现金大规模净流出，2021—2023 年，投资活动现金净流出规模明显下降。

2021—2023 年，公司筹资活动前现金流量净额持续为负，但资金缺口持续收窄。

从筹资活动来看，2021—2023 年，公司筹资活动现金流入量维持较大规模，主要为华发集团向公司注资和对外融资现金流入。同期，公司筹资活动现金流出波动增长，主要为偿还债务本息支付的现金。2023 年，公司支付其他与筹资活动有关的现金 135.78 亿元，主要为支付少数股东股权回购款、购买珠海城建股权现金净额等支出。2021—2023 年，公司筹资活动现金由大规模净流入转为小幅净流出。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金表现为净流出，投资和筹资活动现金均为净流入。

5 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标较强，间接融资渠道畅通，或有负债风险可控。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	2021 年（底）	2022 年（底）	2023 年（底）	2024 年 3 月（底）
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	196.11	168.03	115.42	128.19
速动比率(%)	83.12	64.83	41.51	45.88
现金短期债务比(倍)	1.26	0.77	0.56	0.54
长期偿债能力指标				
EBITDA（亿元）	37.40	46.68	50.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.24	12.63	13.81	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	1.59	1.08	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从短期偿债能力指标看，2021—2023 年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均持续下降。2024 年 3 月底，公司流动比率和速动比率小幅上升，现金短期债务比为 0.54 倍。公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 持续增长；EBITDA 对债务本息的保障能力较强。公司长期偿债能力指标较强。

截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额 133.12 亿元，担保比率为 18.63%，主要为对华发集团和华发投控等关联公司提供的担保，被担保方经营状况良好，公司或有负债风险可控。

图表 21 • 截至 2024 年 3 月底公司对外担保情况

被担保企业	企业性质	担保余额（亿元）
珠海华发集团有限公司	国有企业	109.45
珠海华港产业新空间投资开发有限公司	国有企业	12.67
珠海华蔚开发建设有限公司	国有企业	4.00
珠海华发投资控股集团有限公司	国有企业	7.00
合计	--	133.12

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

未决诉讼方面，截至 2023 年底，公司存在的重大诉讼情况如下，联合资信未发现公司存在其他重大未决诉讼及仲裁。

图表 22 • 公司存在的重大诉讼情况

原告	被告	案由	诉讼内容	进展
丽江和业集团房地产	维业股份、云南和悦	购房合同纠纷	原告要求被告履行购买原告所开发和业商城 168 套房屋的义务，支付	审理过程中

开发有限公司	众邦酒店管理有限公司	违约赔偿金 2535 万元，连带支付不能购买剩余未销售房源的物业租金 1584 万元，诉讼产生的直接费用 112 万元
--------	------------	---

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度 1271.74 亿元，其中已使用额度为 660.84 亿元，未使用额度为 610.89 亿元，间接融资渠道畅通。

6 公司本部财务分析

公司本部主要行使管理职能，业务主要由各子公司运营，公司本部对子公司管控力度较强。公司本部债务负担较轻，面临一定的短期偿付压力。

2023 年底，公司本部资产总额 751.85 亿元，主要由其他应收款和长期股权投资构成；所有者权益 474.18 亿元，以实收资本和资本公积为主，权益稳定性强。同期末，公司本部全部债务为 244.72 亿元，其中短期债务 118.14 亿元，短期债务占比高；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 36.93% 和 34.04%，债务负担较轻。2023 年，公司本部实现营业收入 0.43 亿元，利润总额为 3.65 亿元，投资收益为 7.64 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.45 倍，面临一定的短期偿付压力。

九、ESG 分析

公司注重安全生产投入，积极履行作为国有企业的社会责任，内控制度健全。整体来看，目前公司 ESG 表现一般，对其持续经营影响较小。

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。此外，公司土地一级开发、房地产开发、建筑装饰设计板块可能会面临粉尘、噪音、尾气、污水排放等环境风险，截至目前尚未受到监管处罚。

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，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，法人治理结构比较有效，内部规章制度和内控制度健全。

十、外部支持

珠海市综合实力非常强，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，公司在珠海市竞争优势显著，近年来在资产和资金注入、股权划拨、政府补助等方面获得华发集团和政府的有力支持。

公司实际控制人系珠海市国资委。珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势，2021—2023 年，珠海市经济实力持续增强，一般公共预算收入波动增长；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。截至 2023 年底，珠海市地方政府债务余额为 1321.50 亿元，地方政府债务限额为 1324.59 亿元。整体看，公司实际控制人综合实力非常强。

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，华发集团资产规模大，在珠海市垄断优势明显。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。近年来，公司在资产和资金注入、股权划拨、政府补助等方面获得华发集团和政府的有力支持。

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。2020—2021 年，华发集团分别以货币形式向公司增资 120.00 亿元和 200.00 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。2021—2023 年，公司分别收到政府补助 0.23 亿元、0.23 亿元和 0.56 亿元。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

十一、债券偿还风险分析

本期债项的发行对公司债务规模及结构影响小，本期债项发行后，公司长期偿债能力指标表现仍较强。

本期债项发行规模上限为 5.00 亿元，分别相当于公司 2024 年 3 月底长期债务和全部债务的 1.23% 和 0.64%。以 2024 年 3 月底财务数据为基础，本期债项发行后，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

将分别上升至 64.98%、52.52%和 36.48%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金用于偿还公司有息债务，本期债项发行后公司实际债务比率或将低于上述测算值。

公司 2023 年经营活动现金流入量、经营现金流量净额和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务的保障情况详见下表。

图表 23 • 本期债项偿还能力测算

项目	2024 年 3 月（底）
发行后长期债务*（亿元）	410.42
2023 年经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	1.84
2023 年经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.06
发行后长期债务/2023 年 EBITDA（倍）	8.08

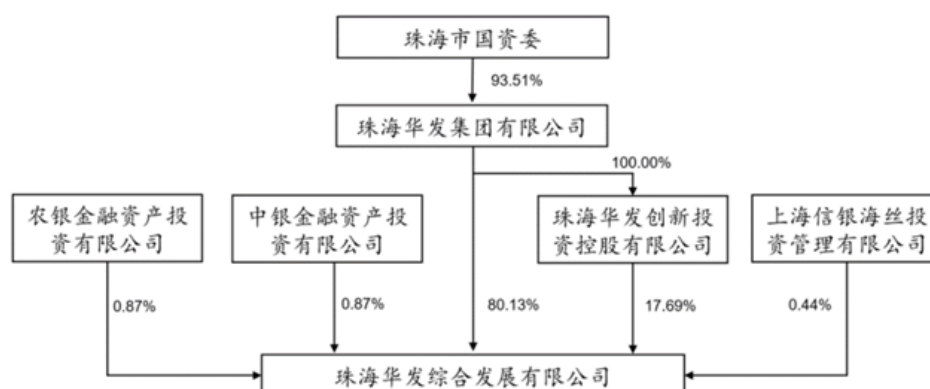
注：发行后长期债务*系将本期债项发行规模计入后计算的长期债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

十二、评级结论

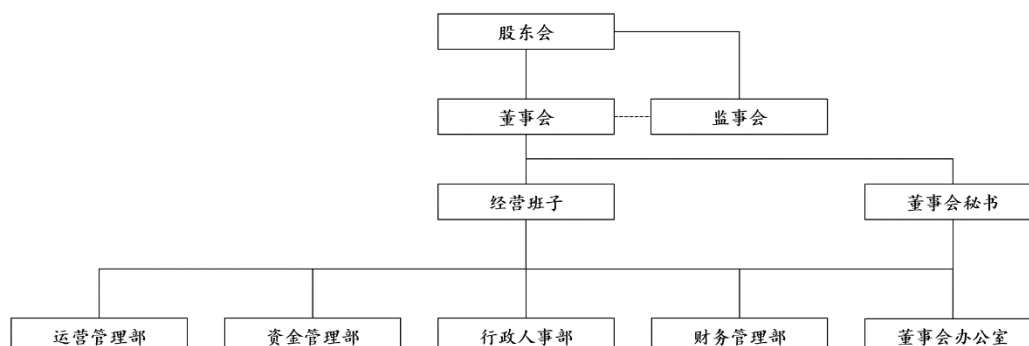
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 5 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 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司纳入合并范围一级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	持股比例（%）	业务性质	取得方式
珠海华发商贸控股有限公司	80.00	商品销售	无偿划拨
珠海华发现代服务投资控股有限公司	100.00	服务业	无偿划拨
珠海华发城市运营投资控股有限公司	97.94	项目投资	无偿划拨
珠海富山工业园投资开发有限公司	100.00	项目开发建设	无偿划拨
珠海华发城市研究院有限公司	100.00	服务业	投资设立
珠海市华平建设管理有限公司	90.00	项目开发建设	投资设立

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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	217.55	197.99	203.07	204.87
应收账款（亿元）	38.45	39.32	65.61	63.44
其他应收款（亿元）	5.39	18.43	13.97	7.99
存货（亿元）	451.34	518.30	721.36	741.75
长期股权投资（亿元）	503.04	568.45	556.05	557.91
固定资产（亿元）	68.11	70.79	95.16	95.30
在建工程（亿元）	12.26	19.40	21.31	24.05
资产总额（亿元）	1407.86	1596.20	2038.90	2035.37
实收资本（亿元）	16.96	16.96	16.96	16.96
少数股东权益（亿元）	58.49	89.97	93.25	93.70
所有者权益（亿元）	717.99	755.35	707.77	714.53
短期债务（亿元）	172.50	258.26	359.56	380.08
长期债务（亿元）	285.38	331.26	341.77	405.42
全部债务（亿元）	457.88	589.52	701.32	785.51
营业总收入（亿元）	600.95	585.75	701.28	184.77
营业成本（亿元）	558.00	524.57	628.11	166.53
其他收益（亿元）	0.23	0.31	0.62	0.05
利润总额（亿元）	24.75	26.53	26.06	7.87
EBITDA（亿元）	37.40	46.68	50.79	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	778.54	620.65	735.90	185.31
经营活动现金流入小计（亿元）	796.64	647.35	757.16	188.71
经营活动现金流量净额（亿元）	109.10	1.93	25.24	-20.27
投资活动现金流量净额（亿元）	-326.15	-170.73	-46.86	1.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	161.60	149.36	-8.47	20.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.86	14.78	13.34	--
存货周转次数（次）	1.38	1.08	1.01	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.39	0.39	--
现金收入比（%）	129.55	105.96	104.94	100.29
营业利润率（%）	5.25	7.41	6.40	6.88
总资本收益率（%）	2.53	2.70	2.82	--
净资产收益率（%）	2.83	2.58	2.84	--
长期债务资本化比率（%）	28.44	30.49	32.56	36.20
全部债务资本化比率（%）	38.94	43.83	49.77	52.37
资产负债率（%）	49.00	52.68	65.29	64.89
流动比率（%）	196.11	168.03	115.42	128.19
速动比率（%）	83.12	64.83	41.51	45.88
经营现金流动负债比（%）	27.31	0.39	2.59	--
现金短期债务比（倍）	1.26	0.77	0.56	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	1.59	1.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.24	12.63	13.81	--

注：本报告将其他流动负债中有息部分调整至短期债务计算，长期应付款中有息部分调整至长期债务计算，因租赁负债均为经营性租赁而未将租赁负债纳入长期债务；合并口径全部债务未包含各负债科目中利息部分，仅为本金；2023 年和 2024 年 3 月底，其他应收款、固定资产和在建工程分别为其他应收款（合计）、固定资产（合计）和在建工程（合计）数据；2024 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.95	7.57	35.45	58.72
应收账款（亿元）	0.05	0.04	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	127.86	171.79	132.86	111.75
存货（亿元）	0.01	0.01	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	555.03	572.13	576.31	576.96
固定资产（亿元）	5.62	5.50	5.37	5.34
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	710.76	758.26	751.85	754.71
实收资本（亿元）	16.96	16.96	16.96	16.96
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	503.09	500.51	474.18	474.19
短期债务（亿元）	75.98	118.40	118.14	131.71
长期债务（亿元）	103.75	74.93	126.58	114.72
全部债务（亿元）	179.73	193.33	244.72	246.43
营业总收入（亿元）	5.07	0.53	0.43	0.47
营业成本（亿元）	0.14	0.19	0.21	0.05
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	9.71	4.22	3.65	0.19
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	6.56	0.51	0.42	0.10
经营活动现金流入小计（亿元）	13.74	68.05	11.76	0.19
经营活动现金流量净额（亿元）	12.72	67.05	-75.86	0.07
投资活动现金流量净额（亿元）	-291.71	-2.52	1.48	0.01
筹资活动现金流量净额（亿元）	184.68	-69.91	102.22	23.07
财务指标				
销售债权周转次数（次）	182.47	11.66	20.69	--
存货周转次数（次）	13.79	19.41	34.34	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	129.37	96.83	98.63	22.55
营业利润率（%）	94.37	53.20	35.64	88.11
总资本收益率（%）	2.77	1.84	1.73	--
净资产收益率（%）	1.93	0.84	0.77	--
长期债务资本化比率（%）	17.10	13.02	21.07	19.48
全部债务资本化比率（%）	26.32	27.86	34.04	34.20
资产负债率（%）	29.22	33.99	36.93	37.17
流动比率（%）	144.21	98.60	111.42	102.83
速动比率（%）	144.20	98.59	111.42	102.83
经营现金流动负债比（%）	12.24	36.68	-50.21	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.06	0.30	0.45
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务计算，因租赁负债均为经营性租赁而未将租赁负债纳入长期债务；公司本部口径全部债务中未剔除利息部分；公司本部固定资产为固定资产（合计）数据；2023 年和 2024 年 3 月底，其他应收款为其他应收款（合计）数据；2024 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：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

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+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。

珠海华发综合发展有限公司（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。