

信用等级公告

联合〔2019〕2213号

联合资信评估有限公司通过对珠海华发综合发展有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将珠海华发综合发展有限公司主体长期信用等级由AA⁺调整为AAA，将“14珠海华发MTN001”“15珠海华发MTN001”“15珠海华发MTN002”“15珠海华发MTN003”“16珠海华发MTN001”和“16珠海华发MTN002”的信用等级由AA⁺调整为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十四日



珠海华发综合发展有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AA+

债券名称	债券余额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
14 珠海华发 MTN001	30.00 亿元	2019/10/15	AAA	AA+
15 珠海华发 MTN001	8.00 亿元	2020/01/23	AAA	AA+
15 珠海华发 MTN002	7.00 亿元	2020/03/11	AAA	AA+
15 珠海华发 MTN003 ¹	28.00 亿元	2020/12/14	AAA	AA+
16 珠海华发 MTN001	20.00 亿元	2021/09/28	AAA	AA+
16 珠海华发 MTN002	22.00 亿元	2021/12/05	AAA	AA+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	131.01	140.47	259.95	289.39
资产总额(亿元)	624.10	645.45	785.55	824.67
所有者权益(亿元)	265.09	290.87	430.61	435.21
短期债务(亿元)	128.02	130.70	130.75	162.78
长期债务(亿元)	127.20	150.58	151.46	157.06
全部债务(亿元)	255.22	281.29	282.21	319.84
营业收入(亿元)	135.65	156.57	197.83	70.24
利润总额(亿元)	13.88	29.33	26.78	6.47
EBITDA(亿元)	27.89	45.64	41.18	--
经营性净现金流(亿元)	32.45	2.32	-7.33	-14.66
营业利润率(%)	15.77	24.25	17.79	12.73
净资产收益率(%)	3.98	7.80	4.96	--
资产负债率(%)	57.52	54.94	45.18	47.23
全部债务资本化比率(%)	49.05	49.16	39.59	42.36
流动比率(%)	205.64	241.51	292.43	270.69
经营现金流动负债比(%)	14.28	1.17	-3.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.15	6.16	6.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.76	3.09	2.43	--

注：1.公司 2019 年第一季度财务数据未经审计；2.公司短期债务包括其他流动负债中的超短期融资券，长期债务包括长期应付款中资产支持证券和融资租赁款。

¹ “15 珠海华发 MTN003”“16 珠海华发 MTN001”及“16 珠海华发 MTN002”为可续期中期票据，表中到期兑付日为首个赎回日。

评级观点

珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）作为珠海市核心的城市综合服务主体，在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具有明显优势。跟踪期内，珠海市经济和财政实力持续增长；公司引入战略投资者，所有者权益规模大幅增长，资本实力明显增强；公司货币资金充裕、投资收益稳定。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司在建项目资金支出需求较大，债务规模持续增长，经营活动现金流为净流出态势等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着深珠城轨建设、港珠澳大桥的开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，珠海作为重要的节点城市，将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用。公司作为珠海市大型的综合型企业，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。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA+调整为 AAA，将“14 珠海华发 MTN001”“15 珠海华发 MTN001”“15 珠海华发 MTN002”“15 珠海华发 MTN003”“16 珠海华发 MTN001”和“16 珠海华发 MTN002”的信用等级由 AA+调整为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，珠海市经济持续发展，财政实力不断增强，为公司业务发展提供了良好的外部环境。
- 随着深珠城轨建设、港珠澳大桥的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的综合型企业，综合竞争力有望进一步增强。
- 跟踪期内，公司引入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

分析师：赵传第 许狄龙
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

（有限合伙）的战略投资，资本得到进一步充实。

4. 公司账面土地储备充足，土地获取时间较早，近年来珠海市土地价格不断攀升，目前实际价值较高。
5. 跟踪期内，参股企业为公司带来了良好的投资收益，对公司利润形成了良好补充；且公司现金储备较多，资金充裕。

关注

1. 公司在建项目未来投资规模较大，存在一定的资金压力。
2. 公司短期债务规模较高，债务结构有待优化。
3. 跟踪期内，公司经营活动净现金流由净流入转为净流出，且存货规模较大，对资金形成一定占用。

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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

珠海华发综合发展有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）及其存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。2018年4月，公司引入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”）战略投资机构，分别向公司注资60.00亿元，各持有公司8.45%的股权；其中10171.22万元部分计入“实收资本”，其余部分计入“资本公积”。截至2019年3月底，公司注册资本12.03亿元，已全部实收到位，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（以下简称“珠海铎创股权”）分别认缴7.00亿元和3.00亿元，珠海铎创股权为华发集团全资子公司，华发集团直接和间接持有公司合计83.10%股权；农智基金和工智基金分别持有公司8.45%股权；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”）系华发集团唯一股东，是公司的实际控制人。

截至2018年底，公司资产总额785.55亿元，所有者权益430.61亿元（其中少数股东权益40.04亿元）；2018年，公司实现营业收入197.83亿元，利润总额26.78亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额824.67亿元，所有者权益435.21亿元（其中少数股东权益40.21亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入70.24亿元，利润总额6.47亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“14珠海华发MTN001”“15珠海华发MTN001”“15珠海华发MTN002”“15珠海华发MTN003”“16珠海华发MTN001”和“16珠海华发MTN002”，债券余额合计115.00亿元，详情见表1。其中，“15珠海华发MTN003”“16珠海华发MTN001”和“16珠海华发MTN002”为可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。跟踪期内，上述债券均已按时足额支付跟踪期内利息。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
14珠海华发MTN001	30.00	2014/10/15	5	5.88
15珠海华发MTN001	8.00	2015/01/23	5	5.35
15珠海华发MTN002	7.00	2015/03/11	5	5.45
15珠海华发MTN003	28.00	2015/12/14	5+N	4.89
16珠海华发MTN001	20.00	2016/09/28	5+N	3.95
16珠海华发MTN002	22.00	2016/12/05	5+N	4.90
合计	115.00	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“14珠海华发MTN001”募集资金用于优化融资结构、补充营运资金和项目建设，截至2019年3月底，募集资金已按计划使用完毕；“15珠海华发MTN001”募集资金用于优化融资结构和补充营运资金，截至本评级报告日，募集资金已按计划使用完毕；“15珠海华发MTN002”募集资金用于补充营运资金和项目建设，截至2019年3月底，募集资金已按计划使用完毕；“15珠海华发MTN003”“16珠海华发MTN001”和“16珠海华发MTN002”募集资金均用于偿还银行借款和支付项目回购款，

截至本评级报告日，募集资金已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，

市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额

38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的

韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和

升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业与区域环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资

环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，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〕043 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2014〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公

司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提

供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2018〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
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》(财金〔2018〕10 号)	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供任何形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信综合整理

行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城

投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 贸易行业

进出口贸易

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。但新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018年上半年，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，2018年下半年开始，随着贸易摩擦逐步升级，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示，2018年全年中国外贸进出口总值30.51万亿元人民币，同比增长9.7%。其中，出口16.42万亿元，增长7.1%；进口14.09万亿元，增长12.9%；贸易顺差2.33万亿元，收窄18.3%。

2017年6月，中国外贸出口先导指数结束连续8个月的上升首次出现下滑，截至2017年底中国外贸出口先导指数为41.10%，较上月回落0.70个百分点，进入2018年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至2018年4月底的41.00%，表明2018年中国出口仍面临一定压力。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。2018年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之进一步恶化。受中美贸易摩擦持续升级，国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困

难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2018年中国社会消费品零售总额380986.85亿元，名义口径同比增长8.98%。2019年1—3月，中国社会消费品零售总额97790亿元，同比增长8.3%，增速较上年同期回落1.5个百分点。

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型、产能优化、促进消费、加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

3. 区域经济环境

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。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唯一连接的城市，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。

区域经济及财政实力

根据《珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2018年，珠海市实现地区生产总值（GDP）2914.74亿元，同比增长8.0%，分别高出全国、广东省1.4个和1.2个百分点，增速居广东省首位。分产业看，第一产业增加值50.09亿元，增长1.2%，对GDP增长的贡献率为0.3%；第二产业增加值1433.82亿元，增长12.6%，对

GDP 增长的贡献率为 78.5%；第三产业增加值 1430.83 亿元，增长 3.5%，对 GDP 增长的贡献率为 21.2%。三次产业的比例调整为 1.7 : 49.2 : 49.1。珠海市人均 GDP 水平逐年增长，2018 年为 15.94 万元，按平均汇率折算为 2.41 万美元。

2018 年，珠海市固定资产投资 1858.57 亿元，比上年增长 20.7%。其中，房地产开发投资 787.09 亿元，增长 18.2%；交通运输、仓储和邮政业投资 211.90 亿元，同比下降 15.4%，水利、环境和公共设施管理业投资 206.74 亿元，同比增长 45.8%。

财政收支方面，2018 年，珠海市实现一般公共预算收入 331.47 亿元，同比增长 5.4%；其中税收收入 260.28 亿元（占比 78.52%），增长 8.9%。税收收入以增值税、企业所得税等为主，一般公共预算收入质量好。同期，珠海市一般公共预算支出 572.52 亿元，增长 15.9%；教育、科学技术、文化体育和传媒、医疗卫生、社会保障和就业、节能环保、城乡社区事务、农林水事务、住房保障等九项民生支出合计 400.31 亿元，同比增长 13.0%，占全市一般公共预算支出的 69.9%。

2019 年 1—3 月，珠海市实现生产总值 671 亿元，较上年一季度增加 90.5 亿元，实际增长率 7.4%，名义增速为 15.57%，增速持续排名广东省第一。

土地市场

根据 Wind 资讯数据：2018 年，珠海市土地成交 75 宗，合计面积 405.35 万平方米，成交宗数较 2017 年减少 121 宗，成交面积下降 43.31%；全年土地出让金额 230.07 亿元，同比下降 46.31%；全年成交土地中住宅及商服类土地面积占比 25.22%，成交价占比 61.22%。

根据《珠海市 2018 年预算执行情况与 2019 年预算草案的报告》，2018 年，珠海市实现政府性基金预算收入 386.39 亿元，同比下降 0.7%；完成政府性基金预算支出 334.21 亿元，同比增长 4.7%。

未来发展

《广东省国民经济和社会发展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。

2018 年 6 月，中国社会科学院发布了《中国城市竞争力排行榜》，珠海市的可持续竞争力排名，位列第 20 名。

2018 年 10 月，港珠澳大桥建成通车，极大缩短香港、珠海和澳门三地间的时空距离，作为粤港澳大湾区互联互通网络的跨境大通道，将进一步促进各类创新要素的高效流动和配置，珠海市作为唯一与香港和澳门桥路相连的城市，将在粤港澳大湾区建设中发挥更为重要作用。

2019 年 2 月，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，珠海战略定位重要程度仅次于香港、澳门、深圳和广州。《规划纲要》还特别要求香港-深圳、广州-佛山、澳门-珠海作为大湾区的极点，发挥强强联合的引领带动作用，提升整体实力和全球影响力，珠海市迎来了新的历史发展机遇。

2019 年 4 月，国务院正式批复同意《横琴国际休闲旅游岛建设方案》，根据方案，横琴将加快构建以国际休闲旅游业为核心的现代产业体系，探索开放合作新体制和国际休闲旅游岛开发新模式，明确在进一步扩大开放、投融资和税收、金融、用地用海、人才政策等方面给予扶持；促进澳门经济适度多元发展，打造粤港澳深度合作示范区。

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，将形成粤港澳大湾区 1 小时城际交通网络圈，珠海市作为粤西互联交通网络汇集点，将成为粤港澳大湾区区位优势最明显的城市之一。

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唯一连接的城市，再次迎来重大发展机遇，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。

跟踪期内，珠海市经济和财政实力持续提升；受益于多项国家政策的支持，珠海市在粤港澳大湾区发展中战略地位突出，区位优势明显，未来发展前景良好。

六、基础素质分析

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。根据《珠海市人民政府国有企业功能界定与分类管理实施意见》，华发集团与控股子公司珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”，为珠海市国资委直管企业）被认定为竞争型商业类企业。目前，华发集团系珠海市由珠海市国资委履行出资人职责的市属龙头企业，城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务板块居珠海市第一。

公司作为华发集团的子公司，业务涵盖城市运营、商贸物流及现代服务，是珠海市核心的城市综合服务主体。其中，城市运营板块由二级子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城市运营”）负责，主要业务覆盖片区一级开发、公建项目、城市更新项目、保障房建设、市政及房建代建项目、生态及智慧城市建设、运营管理等。自 2009 年正式成立以来，开创了“产城一体、产融结合、政府主导、企业运作”中国领先的创新开发模式，项目布局从横琴十字门中央商务区为代表的区域开发扩展到高新、金湾、斗门、香洲、高栏港等珠海多个区域，珠海市内土地一级开发项目总占地面积达 300 平方公里，约占珠海土地一级开发总面积的 80%，占珠海总陆域面积的 20%。

根据中国指数研究院从产业发展、城市建设、企业经营能力三方面进行综合评价。2017—2019 年，华发城市运营连续三年上榜中国产

业新城运营商综合实力前十名，排位连续三年稳步提升，其中 2019 年位列第 8 名。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1044040200879080J），截至 2019 年 4 月 4 日，公司已结清和未结清业务中无不良信贷信息记录，企业信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度无重大变化。

八、重大事项

2016年10月10日，国务院正式发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，鼓励“银行、金融资产管理公司、保险资产管理机构等多种类型实施机构参与开展市场化债转股，模式主要为实施机构直接增资入股债转股主体，用于偿还存量负债等。

公司为深入贯彻党中央、国务院关于推进供给侧结构性改革，重点做好“三去一降一补”工作的决策部署，经华发集团2017年董事会“珠华集董会〔2018〕6号”和珠海市国资委“珠国资〔2018〕42号”审批同意，通过公开挂牌的方式引入战略投资机构，公司增资前评估估值为589.83亿元。2018年4月，公司引入战略投资机构工智基金和农智基金，两家机构分别向公司注资60.00亿元，注资完成后各持有公司8.45%的股权。

工智基金于2018年4月16日成立，根据合伙协议约定，全体合伙人的认缴出资额为人民币139.52亿元，其中：珠海发展投资基金（有限合伙）作为有限合伙人出资10.00亿元，已全部实缴出资；广发证券资产管理（广东）有限公司作为有限合伙人认缴出资50.00亿元，已全部实缴出资；华发集团作为有限合伙人出资79.50亿元，分批实缴出资；珠海华金领盛基金管理有限公司和工盈（天津）股权投资管理有限公

司作为普通合伙人分别出资100万元和50万元，已全部实缴出资。工智基金通过实现投资项目的分红、投资项目股权退出等获得收益。

农智基金于2018年4月16日成立，根据合伙协议，全体合伙人的认缴出资额为人民币151.01亿元，其中：珠海发展投资基金（有限合伙）作为有限合伙人出资10.00亿元，已全部实缴出资；农银汇理（上海）资产管理有限公司作为有限合伙人认缴出资50.00亿元，已全部实缴出资；华发集团作为有限合伙人出资91.00亿元，分批实缴出资；珠海华金领盛基金管理有限公司和农银金穗（苏州工业园区）投资管理有限公司作为普通合伙人分别出资100万元和10万元，已全部实缴出资。农智基金通过实现投资项目的分红、投资项目股权退出等获得收益。

九、经营分析

1. 经营概况

公司经过多年发展，目前已形成以城市运

营、商贸物流和现代服务为主的三大主业板块；跟踪期内，公司营业收入主要来源于城市运营和商贸物流板块，其中城市运营板块主要业务为土地一级开发业务，商贸物流板块主要业务为大宗商品批发业务；此外，公司商贸物流板块还包括少量汽车销售业务，现代服务板块包括物业服务、酒店和会展业务等，收入占比较小，对公司整体收入规模影响不大。

2018年，公司实现营业收入197.83亿元，其中主营业务收入194.31亿元，同比增长26.21%，主要来自商贸物流板块中大宗商品贸易规模的提升；同期，公司主营业务毛利率为17.06%，同比下降6.34个百分点，主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同导致城市运营板块中土地一级开发业务毛利率下降。

2019年1—3月，公司实现营业收入70.24亿元，其中主营业务收入为69.11亿元；主营业务毛利率11.89%。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019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
城市运营	51.03	33.15	68.51	50.10	25.78	58.64	10.82	15.66	71.61
商贸物流	91.63	59.52	0.82	131.14	67.49	0.80	55.63	80.49	0.68
现代服务	9.26	6.01	7.67	11.53	5.93	19.25	2.38	3.45	4.37
其他业务	2.04	1.32	-19.15	1.54	0.80	32.76	0.28	0.40	-5.97
合计	153.96	100.00	23.40	194.31	100.00	17.06	69.11	100.00	11.89

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

城市运营

公司城市运营板块主要由华发城市运营负责，业务内容包括产业园区及城市片区开发、城市综合体建设、城市更新、市政设施及保障房建设等，项目布局从横琴十字门中央商务区为代表的区域开发扩展到高新、金湾、斗门、香洲、高栏港等珠海多个区域。

华发城市运营经政府授权自筹资金从事片

区土地一级开发、基础设施建设、市政设施及保障房等的建设工作，同时，利用土地储备开发商业类地产项目。华发城市运营营业收入来源包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目经营收益（租金、酒店收入等）；③土地储备未来转让收入。经营性项目收益回收周期较长，华发城市运营主要通过土地出让收入分成及土地转让收入来实现资金平衡。

（1）土地一级开发

目前，华发城市运营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、珠海市保税区管委会、珠海（国家）高新技术产业开发园区管理委员会、珠海市富山工业园管理委员会和珠海市斗门区人民政府等签订土地一级开发协议/合作开发协议，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，上述政府机构对华发城市运营主要通过以下两种方式进行补偿：①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）等额资金按一定比例返还给华发城市运营；②项目开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入在扣除应上缴费用并优先

偿还华发城市运营所支付的土地一级开发成本后，华发城市运营可获得土地增值收益的一定比例等额资金作为土地一级开发收益。

珠海北站 TOD 项目系由珠海城际轨道实业有限公司与珠海市国土资源局签订协议，采用上述第二种模式进行收益分成；华发城市运营作为珠海城际轨道实业有限公司参股股东，可获得其分红和超额收益分配。

2018 年，华发城市运营实现土地一级开发收入 48.73 亿元，同比下降 4.51%，主要系当期出让土地单价较低；当期土地一级开发收入主要来自十字门中央商务区、高新区北围、珠海北站 TOD 等项目；同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率 59.18%，同比有所下降，主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同。2018 年，华发城市运营土地一级开发业务获得回款 43.00 亿元。

表 4 华发城市运营土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元、%）

项目	十字门中央商务区		保税区二期		金湾航空新城		高新区北围	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
土地出让数量	5	5	5	2	3	2	6	1
出让建筑面积	45.50	34.96	25.11	23.87	31.60	26.81	60.36	3.60
分成收入	12.80	12.00	3.18	2.14	13.42	5.48	15.98	7.76
结转开发成本	4.73	1.90	3.09	0.96	5.12	1.62	3.13	3.94
开发收益	8.07	10.10	0.09	1.18	8.31	3.85	12.85	3.82
毛利率	63.05	84.20	2.69	55.14	61.87	70.36	80.40	49.23
项目	珠海北站 TOD		斗门一河两岸		富山工业园			
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年		
土地出让数量	5	8	--	1	--	5		
出让建筑面积	18.75	32.65	--	4.17	--	83.62		
分成收入	5.65	9.33	--	2.39	--	9.65		
结转开发成本	0.00	0.00	--	2.39	--	8.96		
开发收益	5.65	9.33	--	0.00	--	0.69		
毛利率	100.00	100.00	--	0.00	--	7.15		

资料来源：公司提供

注：合计数不等于分项之和系四舍五入所致

截至 2018 年底，华发城市运营主要在建土地一级开发项目计划总投资 369.00 亿元，已完成投资 163.18 亿元。2019—2021 年，公司土地

一级开发业务预计分别投资 18.28 亿元、22.40 亿元和 22.50 亿元。

表 5 截至 2018 年底华发城市运营主要在建土地一级开发项目情况（单位：平方公里、亿元）

项目	土地开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2019 年	2020 年	2021 年
十字门中央商务区	5.77	84.00	63.00	2.00	4.00	4.50
金湾航空新城	3.80	35.00	32.40	0.60	1.00	1.00
保税区二期	2.30	20.00	12.60	0.00	4.40	3.00
高新区北围	8.60	140.00	24.40	2.50	4.00	4.00
富山产业新城	150.00	60.00	19.70	11.10	5.00	6.00
斗门一河两岸	10.00	20.00	6.85	1.08	2.00	2.00
珠海北站 TOD	1.46	10.00	4.23	1.00	2.00	2.00
合计	181.93	369.00	163.18	18.28	22.40	22.50

资料来源：公司提供

根据公司提供的预测，2019—2023 年，十字门中央商务区等七个存量项目预计可获得土地出让收入分成近 200 亿元。但联合资信同时注意到，由于土地出让面积和出让价格受宏观经济和政策调控的影响较大，公司土地出让分成返还的实际金额与预测金额可能会出现一定的差异，项目后期持续投入资金来源的稳定性有一定的风险。

（2）经营性项目

华发城市运营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、横琴创意谷及蓝湾智岛总部基地中心二期项目，建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO 办公、商务公寓等。华发城市运营利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出租、出售或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。截至 2019 年 3 月底，华发城市运营自营项目计划总投资 162.88 亿元，已投资 48.12 亿元，未来仍需投入 114.76 亿元，投资规模较大。

表 6 截至 2019 年 3 月底华发城市运营主要在建经营性项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	计划总投资	已完成投资	计划投资额		
				2019 年	2020 年	2021 年
横琴国际金融大厦	20.00	35.00	24.76	2.05	8.19	--
会展商务组团（二期）	27.50	43.50	6.37	3.08	10.00	10.00
蓝湾智岛总部基地中心（二期）	7.77	7.48	2.33	2.00	3.15	--
高新北围智谷圆芯	19.90	21.20	3.50	2.20	7.00	8.50
圣博立科创园	6.80	8.80	0.58	0.92	5.00	2.30
富山智选小镇生活中心	48.30	28.40	6.29	0.47	10.00	11.64
富山科创中心	12.80	11.80	2.20	0.75	5.00	3.85
富山产业服务中心	8.40	6.70	2.09	0.90	3.71	--
合计	151.47	162.88	48.12	12.37	52.05	36.29

资料来源：公司提供

总体看，华发城市运营自营项目未来投资规模较大，租金收入、运营收入等实现受出租率、租金水平、运营水平等因素影响大且回收周期较长，未来资金平衡主要依赖土地一级开发收入返还、土地增值及转让带来的收益。

（3）土地储备

除一级土地开发外，2010—2015 年，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、保税区等占地面积合计 168.75 万平方米、计容建筑面积 488.65 万平方米的土地使用权，账面价值 165.22 亿元，土地性质包

括住宅、商业和公寓，主要是用于储备，少部分已用于开发。

总体看，公司城市运营板块项目储备充足，未来投资规模大，资金平衡依赖的土地分成及土地转让收入受经济环境和政策影响存在一定不确定性；但考虑到公司储备用土地获取时间较早，近年来珠海市土地价格不断攀升，目前实际价值较高。

商贸物流

公司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”）负责，具体业务包括大宗商品批发和汽车销售业务。

（1）大宗商品批发

华发商贸的大宗商品批发业务由华发商贸本部负责，采取以销定购的方式，待下游客户有实际订单后，再向上游供货商购货。华发商贸基本在境内进行采购，少量通过香港、新加

坡等地进行采购。在按照下游客户的要求找到适合的货源后，华发商贸风险控制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，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。

受下游客户需求及华发商贸风控要求等影响，跟踪期内主要贸易品种发生变化。从前五大贸易品种看，公司新增煤炭和钢材贸易，不再进行燃料油和海产品贸易；有色金属贸易量较上年增长较快；铜矿石贸易量大幅下降。

表7 公司大宗商品批发业务销售情况（单位：元/吨、万吨）

商品	采购平均单价		采购数量		销售平均单价		销售数量	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
燃料油	6374	--	15.43	--	6382	--	15.43	--
化工产品	7827	6003	6.31	5.17	7951	6089	6.31	5.17
铜矿石	5252	10506	36.08	15.85	5272	10573	36.08	15.85
有色金属	48520	38333	12.05	24.72	48591	38413	12.05	24.72
海产品	153766	--	0.18	--	153479	--	0.18	--
煤炭	--	721	--	31.01	--	737	--	31.01
钢材	--	3854	--	14.43	--	4022	--	11.84

资料来源：公司提供

注：产品收入与单价情况仅统计收入前五大产品情况

2018年，公司实现大宗商品批发收入126.55亿元，同比增长45.73%，主要系有色金属大幅增加所致；同期，公司大宗商品批发业务毛利率0.49%，同比变化不大。2018年，公司向前五名供应商采购额101.80亿元，占年度采购总额59.74%；向前五名客户销售额85.37亿元，占年度销售总额39.23%，集中度较高。

（2）汽车销售

华发商贸汽车销售业务由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。

目前，华发汽车共拥有6家门店。其中，华发汽车本部经营业务销售平行进口汽车、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，子公司广州铎发汽车贸易有限公司经营平行进口车业务。

华发汽车汽车主要采购自国内代理商或分

销商，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。

2018年，公司实现汽车销售收入4.58亿元，同比下降4.00%；根据中国汽车工业协会发布数据，2018年中国共销售乘用车2370.98万辆，同比下降4.08%，与公司汽车销售收入变动总体相符。同期，公司汽车销售业务毛利率9.28%，同比变化不大。

总体看，跟踪期内公司大宗商品批发业务规模快速增长，占营业收入比重较大，但整体毛利率水平较低，对整体盈利贡献较小；汽车销售收入占比整体较小，盈利能力相对稳定。

现代服务

公司现代服务业务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，主要业务包括物业管理、会展服务和酒店经营等。

（1）物业服务

华发现代服务物业管理业务主要由子公司珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业”）负责。

目前，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；物业费一般由物业公司直接向业主收取，结算方式包括月结、半年结和年结。截至2019年4月底，华发物业进行物业服务的物业面积达2780.09万平方米，其中内部项目物业管理面积2212.02万平方米，外部项目物业管理面积568.07万平方米。

2018年，公司实现物业管理收入7.34亿元，较上年增长48.87%，主要系随着珠海华发实业股份有限公司商品房项目的持续销售导致华发物业服务的物业项目量增加；同期，公司物业管理业务毛利率34.61%，同比提升16.65个百分点，主要系管控能力持续提升及高毛利率的服务项目占比增加。

（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。

2018年，公司实现会展收入1.48亿元，同比下降27.41%，主要系上年举办中拉博览会，项目收入较高；业务毛利率-28.87%；同期，公司实现酒店收入2.37亿元，同比增长23.85%，业务毛利率31.48%，与上年基本持平。

总体看，公司现代服务业务板块对公司收入形成良好补充。

3. 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。根据公司规划，争取到2020年实现营业收入和净利润一定规模的增长，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。

总体看，公司发展规划明确，可实施性较好。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度合并财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行

了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内子公司 6 家；跟踪期内，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 785.55 亿元，所有者权益 430.61 亿元（其中少数股东权益 40.04 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 197.83 亿元，利润总额 26.78 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额

824.67 亿元，所有者权益 435.21 亿元（其中少数股东权益 40.21 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 70.24 亿元，利润总额 6.47 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 785.55 亿元，同比增长 21.71%，流动资产和非流动资产均有所增长；公司资产结构以流动资产为主，占比 73.17%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	478.75	74.17	574.76	73.17	612.49	74.27
货币资金	139.36	21.59	258.66	32.93	286.79	34.78
应收账款	13.80	2.14	23.23	2.96	35.71	4.33
存货	238.84	37.00	232.09	29.54	236.10	28.63
其他流动资产	75.88	11.76	42.99	5.47	28.99	3.52
非流动资产	166.71	25.83	210.79	26.83	212.17	25.73
长期股权投资	72.41	11.22	97.80	12.45	99.38	12.05
投资性房地产	60.40	9.36	17.82	2.27	17.82	2.16
固定资产	16.25	2.52	72.68	9.25	71.86	8.71
资产总额	645.45	100.00	785.55	100.00	824.67	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

流动资产方面，2018 年底，公司流动资产 574.76 亿元，同比增长 20.05%。其中，货币资金同比增长 85.60%至 258.66 亿元，系引入战略投资，主要由银行存款（占 98.39%）构成；存货 232.09 亿元，同比变化不大，主要为土地开发成本和项目建设成本（合计占比 95.81%），包括十字门中央商务区、横琴国际金融大厦、富山产业新城和横琴澳门青年创业谷等项目；其他流动资产 42.99 亿元，同比下降 43.35%，系收回部分委托贷款，2018 年底其他流动资产中委托贷款仍占比较大，委托贷款对象均为公司的关联企业，整体风险可控，明细见下表。

表 9 2018 年底公司委托贷款明细（单位：亿元）

公司名称	金额
珠海市海川地产有限公司	11.00

珠海华发集团有限公司	10.00
珠海华发体育发展有限公司	5.58
珠海铎灏投资控股有限公司	3.70
阳江华阳开发建设有限公司	3.68
珠海金融投资控股集团有限公司	2.96
珠海金控股权投资基金管理有限公司	1.80
华金资产管理（深圳）有限公司	1.17
珠海华发海岛投资开发有限公司	0.10
合计	40.00

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司应收账款 23.23 亿元，同比增长 68.29%，主要系应收珠海市富山工业管理委员会、珠海市横琴新区管理委员会（十字门项目）和珠海市保税区财政局的土地收益分成款；公司对应收账款计提坏账准备 0.71 亿元，计提比率 2.96%。集中度方面，公司应收

账款前五名合计 17.15 亿元，占比 71.66%，集中度较高；公司应收账款风险类别主要为单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款，占比 93.01%，按账龄分析法计提的坏账准备仅占比 5.12%。总体看，公司应收账款主要为应收政府部门款项，款项回收风险不大。

表 10 2018 年底应收账款前五名单位情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比
珠海市富山工业园管理委员会	9.03	37.72
珠海市横琴新区管理委员会	2.53	10.57
上海泽侓石油化工有限公司	2.31	9.67
珠海市保税区财政局	2.14	8.97
广东建星建造集团有限公司	1.14	4.78
合计	17.15	71.66

资料来源：公司审计报告

非流动资产方面，2018 年底，公司非流动资产 210.79 亿元，同比增长 26.45%。其中，长期股权投资 97.80 亿元，同比增长 35.06%，主要系公司根据珠国资〔2018〕348 号《关于珠海十字门城建有限公司公开挂牌引进战略投资者的备案意见》文件出售珠海十字门城建投资有限公司 50% 股权并丧失对其控制权；固定资产 72.68 亿元，同比增长 347.38%，主要系调整资产用途为自用，资产科目由“投资性房地产”调整至“固定资产”和“无形资产”，固定资产主要由房屋建筑物（占 98.02%）构成；投资性房地产 17.82 亿元，系用于出租的珠海中心（办公），采用公允价值进行后续计量，当年确认公允价值变动收益 0.27 亿元，珠海中心 2018 年实现租赁收入 0.42 亿元；无形资产 18.69 亿元，同比增长 186.63%，除自“投资性房地产”调入外，主要系当年珠海华熠开发建设有限公司与珠海华勤开发建设有限公司购置土地资产 13.70 亿元，用于开发富山工业园智造小镇生活中心和富山产业服务中心等项目；年末无形资产主要由土地使用权（占 99.71%）构成。

2019 年 3 月底，公司资产总额 824.67 亿元，较上年底增长 4.98%，主要系持续扩大融资规

模及应收土地收益分成款增长；资产结构仍以流动资产（占 74.27%）为主。

受限资产方面，2018 年底，公司受限资产 142.06 亿元，受限比率 18.08%。其中，用于保证金的货币资金 4.14 亿元，用于抵押的存货和固定资产分别为 89.74 亿元和 47.18 亿元，用于质押的长期股权投资 1.00 亿元。

跟踪期内，公司通过引入战略投资者，整体资产快速增长，现金储备充裕，资产结构仍以土地资产和项目建设成本为主，土地资产实际价值较高。总体看，公司资产流动性一般，整体资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 430.61 亿元，同比增长 48.04%。其中，实收资本同比增长 20.34% 至 12.03 亿元，资本公积同比增长 87.17% 至 263.81 亿元，系引入工智基金和农智基金资金合计 120.00 亿元；其他权益工具 87.69 亿元，系发行的永续中期票据和信托永续债。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 435.21 亿元，较上年底变化不大。总体看，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

2018 年底，公司负债总额 354.94 亿元，同比变化不大；其中流动负债占比 55.37%，非流动负债占比 44.63%。

流动负债方面，2018 年底，公司流动负债 196.54 亿元，同比变化不大。其中，短期借款 60.34 亿元，同比增长 53.99%，主要系自珠海华发集团财务有限公司取得流动资金借款；预收款项 16.19 亿元，同比增长 25.15%，主要系根据子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司与横琴金融投资集团有限公司签订的股权转让意向协议，拟将珠海华发华宏建设有限公司 100% 股权出让，预收 5.00 亿元股权转让款订金；其他应付款 35.73 亿元，同比增长

36.79%，系收到华发集团往来款，其他应付款主要由与华发集团（占 45.93%）和香港华发投资控股有限公司（占 49.41%）往来款构成；一年内到期的非流动负债 47.28 亿元，同比增加 45.01 亿元，系“14 珠海华发 MTN001”及部分长期借款将于一年内到期；其他流动负债 20.18 亿元，系当期发行超短期融资券。

非流动负债方面，2018 年底，公司非流动负债 158.40 亿元，同比变化不大。其中，长期借款同比增长 17.22% 至 66.73 亿元，主要由信用借款、抵押保证借款、保证借款和质押保证借款构成；应付债券 84.69 亿元，同比变化不大，当期发行公司债“18 华综 01”和“G18 华综 1”，发行规模分别为 10.00 亿元和 20.00 亿元；长期应付款 0.04 亿元，同比下降 99.51%，系华发物业提前兑付资产支持专项计划，长期应付款为售后回租租赁款，调整至有息债务核算。

2019 年 3 月底，公司负债总额 389.45 亿元，较上年底增长 9.72%，系发行超短期融资券和扩大长期借款规模所致。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务 282.21 亿元，同比变化不大；受引入新投资者影响，2018 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.18%、39.59% 和 26.02%，同比分别下降 9.76 个、9.57 个和 8.09 个百分点。

表 11 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	130.70	130.75	162.78
长期债务	150.58	151.46	157.06
全部债务	281.29	282.21	319.84
长期债务资本化比率	34.11	26.02	26.52
全部债务资本化比率	49.16	39.59	42.36
资产负债率	54.94	45.18	47.23

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019 年 3 月底，公司全部债务 319.84 亿元，较上年底增长 13.33%，债务结构变化不大；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 47.23%、42.36% 和 26.52%，公司债务负担有所加重。

公司将发行的永续债计入“所有者权益-其他权益工具”。考虑到永续债的性质及特点，若将其调整为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算，调整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为 57.86%、53.97% 和 41.32%。

总体看，跟踪期内公司短期债务占比较高，债务结构有待调整；债务规模有所增长，但受益于所有者权益大幅增长，债务负担下降。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 197.83 亿元，同比增长 26.36%，主要来自商贸物流板块中大宗商品贸易规模的提升；同期，公司营业成本同比增长 36.81%，增幅大于营业收入；受此影响，公司营业利润率同比下降 6.46 个百分点至 17.79%。

2018 年，公司期间费用 14.90 亿元，同比增加 0.27 亿元。其中，管理费用 7.00 亿元，同比增长 23.23%，主要来自职工薪酬的增加；财务费用 6.75 亿元，同比下降 17.42%，主要系费用化利息支出下降。同期，公司期间费用率 7.53%，同比下降 1.81 个百分点。

2018 年，公司确认投资收益 6.61 亿元，其中分别自珠海华发集团财务有限公司和珠海金融投资控股集团有限公司获得投资收益 1.38 亿元和 2.44 亿元；此外，公司出售珠海市海川房地产公司部分股权获取投资收益 2.50 亿元；同期，公司确认资产减值损失 4382.27 万元，主要来自计提的应收账款坏账准备；2018 年，公司实现利润总额 26.78 亿元，同比下降 8.69%。

2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.56% 和 4.96%，同比分别下降 1.68 个和 2.84 个百分点。

表 12 公司盈利能力情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年
营业收入	156.57	197.83
期间费用	14.63	14.90
投资收益	6.19	6.61
利润总额	29.33	26.78
营业利润率	24.25	17.79
总资本收益率	6.24	4.56
净资产收益率	7.80	4.96

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2019 年 1—3 月, 公司实现营业收入 70.24 亿元, 同比增长 93.07%, 主要得益于大宗商品贸易规模的提升; 利润总额 6.47 亿元, 同比下降 26.31%。

总体看, 跟踪期内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, 但受毛利率较低的贸易业务收入增长以及公司净资产规模扩大影响, 公司盈利指标略有下降。

5. 现金流

经营活动现金流方面, 2018 年, 公司经营活动现金流入量 234.29 亿元, 同比增长 38.01%, 主要来自贸易规模提升带来的现金流入; 其中, 销售商品、提供劳务收到的现金 212.54 亿元, 收到其他与经营活动有关的现金 21.36 亿元, 主要为收到的往来款。2018 年, 公司经营活动现金流出量同比增长 44.31% 至 241.62 亿元, 主要系当期土地开发业务投入加大, 经营活动现金流出量主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成; 同期, 公司现金收入比 107.44%, 收现质量维持在较高水平; 2018 年, 公司经营活动现金净流量-7.33 亿元, 由净流入转为净流出。

投资活动现金流方面, 2018 年, 公司投资活动现金流入量 75.37 亿元, 主要为收回委托贷款收到的现金; 同期, 公司投资活动现金流出量 71.18 亿元, 其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (主要为购置土

地款) 24.97 亿元, 投资支付的现金 (主要为发放委托贷款) 46.21 亿元。受当期收回委托贷款影响, 公司投资活动现金流由净流出转为净流入, 2018 年为 4.18 亿元。

筹资活动现金流方面, 2018 年, 公司筹资活动现金流入量 467.54 亿元, 同比增长 47.43%。其中, 吸收投资收到的现金 142.05 亿元, 主要为吸收工智基金和农智基金投资, 其余为吸收少数股东投资等; 银行借款融资 246.56 亿元, 发行债券融资 70.00 亿元。同期, 公司筹资活动现金流出量 339.44 亿元, 同比增加 11.44 亿元, 主要为偿还有息债务本息。公司筹资活动现金净流量同比增加 115.59 亿元至 128.10 亿元。

表 13 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	169.76	234.29
经营活动现金流出量	167.44	241.52
经营活动现金净流量	2.32	-7.33
投资活动现金净流量	-12.11	4.18
筹资活动现金净流量	12.51	128.10
现金收入比	105.50	107.44

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2019 年 1—3 月, 公司经营活动产生的现金流量净额为-14.66 元, 投资活动产生的现金流量净额为 11.07 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为 22.37 亿元。

总体看, 跟踪期内经营活动现金流量净额转为净流出, 投资活动现金流情况有所改善, 公司获得了股东的大量注资, 现金净流入规模很高, 现金充裕。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2018 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 292.43% 和 174.35%, 同比提高 50.92 个和 53.32 个百分点; 2019 年 3 月底分别为 270.69% 和 166.34%。公司流动资产中存货占比高, 导致速动比率偏低。

2018年，公司经营现金流流动负债比为-3.73%，由正转负，经营性现金流净额对流动负债不具有保障能力。2019年3月底，公司现金类资产289.39亿元，对短期债务的覆盖倍数为1.78倍。总体看，公司现金储备充裕，短期偿债指标很强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为41.18亿元，同比下降9.78%；同期，公司全部债务同比变化不大；受此影响，2018年，公司全部债务/EBITDA由2017年的6.16倍增长至6.85倍。总体看，公司长期偿债指标尚可。

截至2019年3月底，公司获得银行授信总额522.09亿元，未使用额度124.93亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司对外担保余额34.10亿元，担保比率7.84%，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提供的担保，公司或有负债风险可控。

考虑到公司作为珠海市规模较大的综合发展公司，且在珠海市具有一定的区域竞争优势，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额416.47亿元，所有者权益221.52亿元，负债总额194.95亿元，全部债务191.33亿元，其中应付债券84.69亿元；母公司资产负债率46.81%，全部债务资本化比率46.34%。2018年，母公司实现营业收入1.83亿元，利润总额12.92亿元。

截至2019年3月底，母公司资产总额434.27亿元，所有者权益222.51亿元；2019年1—3月，母公司实现营业收入0.12亿元，利润总额0.99亿元。

十一、存续期债券偿债能力分析

截至本报告出具日，公司由联合资信所评债券包括“14珠海华发MTN001”“15珠海华发MTN001”和“15珠海华发MTN002”，待偿还

债券余额分别为30.00亿元、8.00亿元和7.00亿元，将分别于2019年10月、2020年1月和2020年3月到期一次性偿还；“15珠海华发MTN003”“16珠海华发MTN001”和“16珠海华发MTN002”为可续期中期票据，债券余额分别为28.00亿元、20.00亿元和22.00亿元，公司有权分别于2020年12月、2021年9月和2021年12月赎回，从存续债券的到期日或赎回日来看，未来3年内公司的单年最高偿债金额为43.00亿元。

2018年，公司经营活动现金流入量及EBITDA分别为234.29亿元和41.18亿元，分别为单年最高偿债金额的5.49倍和0.96倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对上述存续债券未来单年最高偿债金额的保障能力较好。

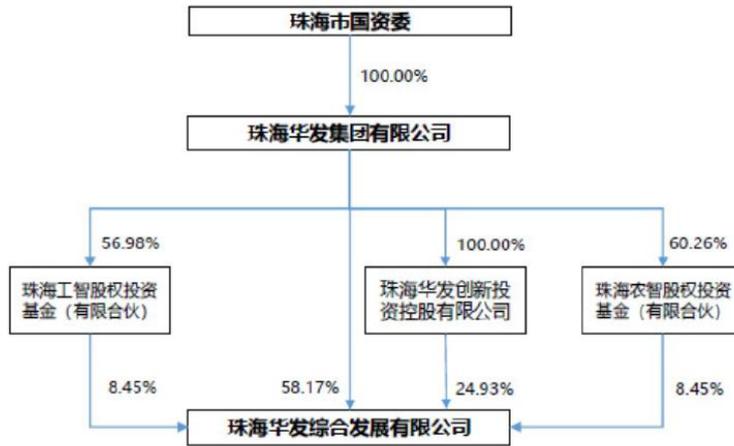
十二、结论

跟踪期内，公司经营状况良好，在珠海市具有较强的业务垄断优势；受基金注资影响，公司所有者权益规模大幅增长，资本实力明显增强；公司货币资金充裕、投资收益稳定。同时，联合资信也关注到公司在建项目资金支出需求较大；债务规模持续增长，经营活动净现金流为净流出态势等因素对其信用水平带来的不利影响。

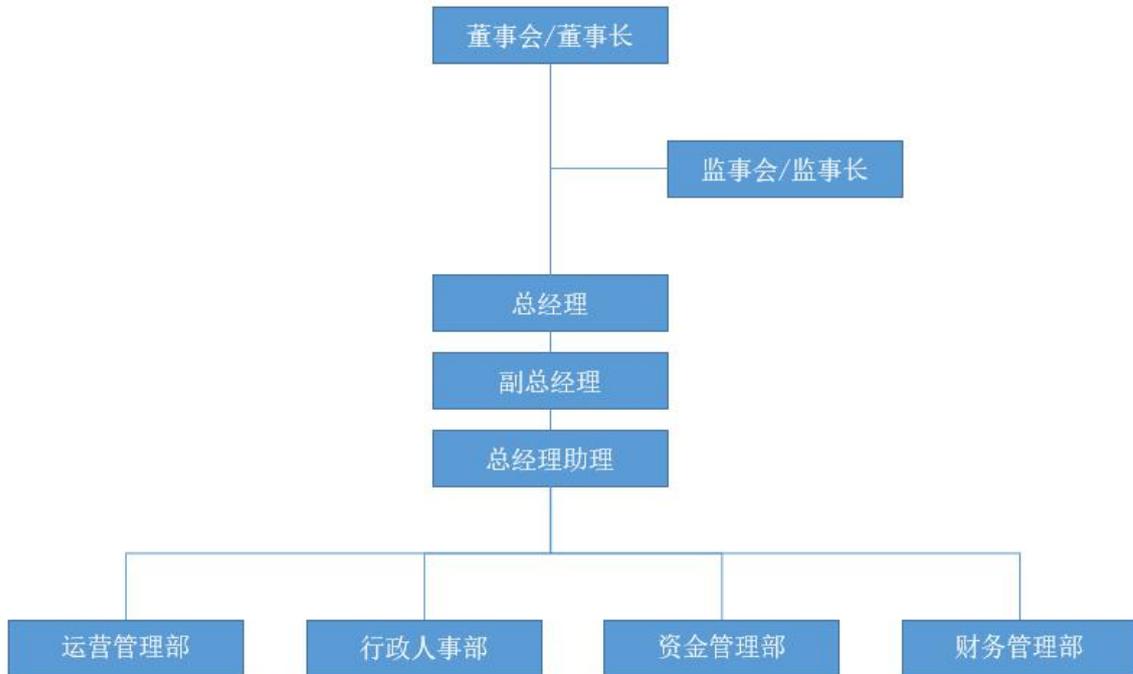
未来，随着深珠城轨建设、港珠澳大桥的开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，珠海作为重要的节点城市，将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用。公司作为珠海市大型的综合型企业，面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA⁺调整为AAA，将“14珠海华发MTN001”“15珠海华发MTN001”“15珠海华发MTN002”“15珠海华发MTN003”“16珠海华发MTN001”和“16珠海华发MTN002”的信用等级由AA⁺调整为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司合并范围内二级子公司情况

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	10000.00	商品销售
珠海华发城市运营投资控股有限公司	100.00	50000.00	项目投资
珠海华熠开发建设有限公司	100.00	10000.00	项目建设
珠海华平建设管理有限公司	90.00	5000.00	项目建设
珠海富山工业园投资开发有限公司	100.00	1000.00	项目建设
珠海华发现代服务投资控股有限公司	100.00	10000.00	十字门商务区建设

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	131.01	140.47	259.95	289.39
资产总额（亿元）	624.10	645.45	785.55	824.67
所有者权益（亿元）	265.09	290.87	430.61	435.21
短期债务（亿元）	128.02	130.70	130.75	162.78
长期债务（亿元）	127.20	150.58	151.46	157.06
全部债务（亿元）	255.22	281.29	282.21	319.84
营业收入（亿元）	135.65	156.57	197.83	70.24
利润总额（亿元）	13.88	29.33	26.78	6.47
EBITDA（亿元）	27.89	45.64	41.18	--
经营性净现金流（亿元）	32.45	2.32	-7.33	-14.66
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.25	14.66	10.03	--
存货周转次数（次）	0.47	0.49	0.69	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.25	0.28	--
现金收入比(%)	126.89	105.50	107.44	94.60
营业利润率(%)	15.77	24.25	17.79	12.73
总资本收益率(%)	4.13	6.24	4.56	--
净资产收益率(%)	3.98	7.80	4.96	--
长期债务资本化比率(%)	32.42	34.11	26.02	26.52
全部债务资本化比率(%)	49.05	49.16	39.59	42.36
资产负债率(%)	57.52	54.94	45.18	47.23
流动比率(%)	205.64	241.51	292.43	270.69
速动比率(%)	100.65	121.03	174.35	166.34
经营现金流动负债比(%)	14.28	1.17	-3.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.15	6.16	6.85	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.76	3.09	2.43	--

注：1.公司 2019 年第一季度财务数据未经审计；2.公司起短期融资券已调整至短期债务核算，资产支持证券和融资租赁款已调整至长期债务核算

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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