

# 跟踪评级公告

联合〔2020〕1717号

---

珠海华发投资控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**珠海华发投资控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**珠海华发投资控股有限公司公开发行的“19 珠控 01”“19 珠纾 02”“19 珠控 02”“20 华控 01”“20 华控 02” 的债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十八日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 珠海华发投资控股有限公司 公司债券2020年跟踪评级报告

主体信用等级

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
19珠控01	25.00亿元	5年	AAA	AAA	2020/5/25
19珠纾02	20.00亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2020/5/25
19珠控02	5.00亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2020/5/25
20华控01	10.00亿元	5年	AAA	AAA	2020/5/25
20华控02	10.00亿元	5年	AAA	AAA	2020/5/25

担保方: 珠海华发集团有限公司

担保方式: 全额不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间: 2020年6月18日

主要财务数据

发行人-华发投控

项目	2018年	2019年
资产总额(亿元)	395.99	555.54
所有者权益(亿元)	188.70	334.61
长期债务(亿元)	28.88	102.07
全部债务(亿元)	160.85	175.20
营业总收入(亿元)	8.13	15.38
净利润(亿元)	8.33	7.96
EBITDA(亿元)	14.02	16.49
经营性净现金流(亿元)	61.99	-24.67
净资产收益率(%)	4.77	3.04
归母净资产收益率(%)	5.38	3.03
资产负债率(%)	52.35	39.77
全部债务资本化比率(%)	46.02	34.37
EBITDA利息倍数(倍)	3.20	2.11
EBITDA全部债务比(倍)	0.09	0.09
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.20	0.24

担保方-华发集团

项目	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	2,826.17	3,618.40	4,117.11
所有者权益(亿元)	860.58	1,070.67	1,116.32
营业收入(亿元)	532.79	792.69	199.57
净利润(亿元)	40.68	50.51	14.43
经营性净现金流(亿元)	110.62	218.28	60.73
资产负债率(%)	69.55	70.41	72.89

注: 1. 除特别说明外, 财务数据均为合并口径, 均指人民币;  
2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成; 3. 2020年一季度数据未经审计, 相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对珠海华发投资控股有限公司(以下简称“华发投控”或“公司”)的跟踪评级反映了其作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台, 区域地位突出, 受股东和政府支持力度大。目前已基本实现金融产业全牌照, 资本实力很强, 具有很强的综合实力。2019年, 公司股东对公司增资合计125.00亿元, 资本实力大幅提升, 公司营业收入保持增长, 资产流动性较好, 杠杆水平下降并处于适中水平。

联合评级同时也关注到, 公司盈利对子公司形成的投资收益依赖度较高, 作为主要收入来源的华金证券易受监管政策和证券市场波动的影响; 同时, 公司一年内到期债务占比高, 存在一定集中兑付压力。

随着公司战略的稳步推进及资本实力的进一步增强, 未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升, 整体竞争实力将进一步增强。

担保方珠海华发集团有限公司(以下简称“华发集团”)资本实力很强, 跟踪期内营业收入快速增长, 具有很强的竞争力, 其提供的全额不可撤销连带责任保证担保对“19珠控01”“19珠纾02”“19珠控02”“20华控01”“20华控02”信用水平具有积极影响。

综上, 联合评级维持公司主体长期信用等级为AAA, 评级展望为“稳定”; 同时维持“19珠控01”“19珠纾02”“19珠控02”“20华控01”“20华控02”的债项信用等级为AAA。

优势

1. 公司区域地位突出, 受政府和股东支持力度大, 综合运营能力很强。公司作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台, 受政府和股东支持力度很大, 已基本实现金融产业全牌照, 在区域内及行业内具有很强的竞争优势。

2. 资本实力增强, 财务表现良好。公司成

立以来多次实施增资扩股，2019年，股东对公司合计增资125.00亿元，资本实力进一步增强；资产流动性较好，杠杆水平适中，筹资能力很强。

**3. 华发集团综合实力很强，对担保债券信用状况仍具有积极影响。**华发集团是珠海市国资委直属的综合性企业集团，其城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务稳居珠海市第一位。跟踪期内，华发集团保持很强资本实力和综合竞争力，营业收入快速增长，其所提供的担保对“19 珠控 01”“19 珠纾 02”“19 珠控 02”“20 华控 01”“20 华控 02”信用状况仍具有积极影响。

#### 关注

**1. 对投资收益依赖度高，波动性较强。**公司主营业务收入对华金证券以及子公司形成的投资收益依赖度较高，易受监管政策和证券市场波动的影响。

**2. 存在一定短期偿付压力。**公司一年内到期债务占比高，存在一定集中兑付压力，需要公司加强流动性管理。

**3. 华发集团业务易受政策影响且债务负担较重。**华发集团房地产开发和土地一级开发业务规模大，易受宏观政策和房地产市场的影响；大宗商品贸易板块利润水平低；有息债务规模较大。

#### 分析师

陈 凝 （登记编号 R0040215040001）

卢芮欣 （登记编号 R0040218100004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



陈莹 李蔚

联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

珠海华发投资控股有限公司（以下简称“华发投控”或“公司”）成立于2012年7月，原名为珠海金融投资控股集团有限公司，由珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）、珠海格力集团有限公司（以下简称“格力集团”）及珠海市免税企业集团有限公司（以下简称“免税集团”）共同出资组建，初始注册资本5.00亿元。2012年11月，公司增加注册资本20.82亿元，变更后的注册资本为25.82亿元，由华发集团、免税集团及新股东珠海公交巴士有限公司（以下简称“巴士公司”）、珠海水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）溢价认缴，计入实收资本25.82亿元，计入资本公积9.18亿元；2013年8月，华发集团受让水务集团所持有的公司2.83%股权；2014年12月，华发集团以持有的对公司的20亿元债权以债转股的方式进行增资，其中13.70亿元计入注册资本，6.30亿元计入资本公积，公司注册资本增加为39.52亿元；2016年9月，珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合”）以现金对公司增资46.00亿元，其中28.93亿元计入注册资本，17.07亿元计入资本公积，公司注册资本增至68.45亿元。

根据珠海市国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）于2019年6月出具的《关于珠海金融投资控股集团有限公司增资扩股方案的备案意见》（珠国资〔2019〕273号），同意华发集团及华发综合对公司共同增资35.00亿元。其中，华发集团本次投资20.22亿元，认缴新增注册资本金8.98亿元；华发综合本次投资14.78亿元，认缴新增注册资本金6.57亿元。本次增资后，公司注册资本从68.45亿元增加至84.01亿元，华发集团和华发综合分别持有公司52.53%和42.26%股权，上述增资已于2019年7月完成工商变更。2019年11月，公司股东免税集团将其持有的公司5.21%的股权转让给华发集团，华发集团持有公司股权增加至57.74%。

根据珠海市国资委2019年11月出具的《关于对珠海金融投资控股集团有限公司增资90亿元事项的备案意见》（珠国资〔2019〕457号），同意华发集团及华发综合对公司同比例增资90亿元。其中，华发集团投资51.97亿元，其中认缴新增注册资本金23.10亿元；华发综合投资38.03亿元，其中认缴新增注册资本金16.90亿元。增资后，公司注册资本金从84.01亿元增加至124.01亿元，已全部实缴。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为124.01亿元，华发集团直接持有公司股权57.74%，通过华发综合间接持有公司35.12%股权，合计持股比例为92.86%，为公司控股股东；华发集团股东为珠海市国资委，因此公司的实际控制人为珠海市国资委。2020年1月，公司名称变更为“珠海华发投资控股有限公司”。

截至2020年3月末，华发集团和华发综合持有公司股权未质押。

表1 截至2019年末公司股东持股情况（单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	珠海华发集团有限公司	57.74
2	珠海华发综合发展有限公司	42.26
	合计	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：投资与资产管理。

截至2020年3月底，公司设有战略创新部、运营管理部、资本市场部、合规法务部、风险管理部、金融科技中心等职能部门。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司有43家，主要包括华金期货有限公司（以下简称“华金期货”）、珠海华金融担保有限公司（以下简称“华金担保”）、华金资产管理（深圳）有限公司（以下简称“华金资管”）、珠海产权交易中心有限责任公司（以

以下简称“珠海产交中心”）、横琴七弦琴知识产权服务有限公司（以下简称“七弦琴产权服务”）、珠海华金小额贷款有限公司（以下简称“华金小额贷款”）、华金证券股份有限公司（以下简称“华金证券”）和横琴国际知识产权交易中心有限公司（以下简称“横琴知交中心”）等；参股公司 59 家。截至 2019 年底，公司合计拥有员工 1,622 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 555.54 亿元；负债总额 220.93 亿元，其中代理买卖证券款 9.29 亿元，代理承销证券款 2.07 亿元；所有者权益 334.61 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 239.54 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 15.38 亿元，净利润 7.96 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 5.29 亿元；经营活动现金流量净额-24.67 亿元，现金及现金等价物净增加额 52.84 亿元。

公司注册地址：广东省珠海市横琴金融产业服务基地 5 号楼；法定代表人：李光宁。

## 二、跟踪债券概况

本报告所跟踪债券包括“19 珠控 01”“19 珠纾 02”“19 珠控 02”“20 华控 01”“20 华控 02”，规模合计 70.00 亿元，均在深圳证券交易所挂牌交易，均为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；均由珠海华发集团有限公司提供全额不可撤销连带责任担保。

根据《珠海华发投资控股有限公司公司债券年度报告（2019 年）》信息显示，截至年报出具日，公司上述债券募集资金已全部使用，募集资金用途与募集说明书约定一致，募集资金专项账户的运作目前符合《公司债券发行与交易管理办法》相关规定。

表2 截至本评级报告出具日本报告跟踪债券相关情况（单位：亿元、%）

简称	债券代码	债券余额	票面利率	起息日	到期日	资金使用情况	付息情况
19 珠控 01	112850.SZ	25.00	4.59	2019-01-28	2024-01-28	10.10 亿元用于偿还有息负债，14.80 亿元用于补充营运资金	已于 2020 年 1 月 28 日完成上一年度付息
19 珠纾 02	112871.SZ	20.00	4.19	2019-03-19	2024-03-19	全部用于投资纾困资管计划	已于 2020 年 3 月 19 日完成上一年度付息
19 珠控 02	112954.SZ	5.00	3.83	2019-08-26	2024-08-26	偿还子公司华金资管对华发集团的有息借款	尚未涉及付息
20 华控 01	149063.SZ	10.00	3.95	2020-03-16	2025-03-16	补充流动资金	尚未涉及付息
20 华控 02	149094.SZ	10.00	3.60	2020-04-14	2025-04-14	偿还有息借款	尚未涉及付息
合计		70.00	--	--	--	--	--

注：上述债券均为不含权债券  
资料来源：Wind，联合评级整理

## 三、行业分析

公司主要经营区域位于广东省珠海市，主营业务为证券业务，证券行业发展情况和珠海市区域经济情况对公司经营有较大影响。

### 1. 证券行业分析

2019 年监管层继续强化对证券公司的监管并多维度完善监管框架；2019 年受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善，自营投资和信用业务占比明显提升，受益于 IPO 审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；股票质押业务规模收缩，业务风险

得以缓释。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。2019年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少42家证券公司领超过200份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。据不完全统计，截至12月13日，年内至少有42家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。监管层多维度完善监管框架，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

2019年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。从业务表现看，2019年，证券公司业绩大幅改善，但收入水平较易受到市场行情的影响。从目前收入结构来看，证券公司前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；A股IPO过会率明显提升，2019年过会率达88.21%，远高于2018年57.51%过会率，IPO发行规模合计2,532.48亿元，较2018年增长83.76%；再融资市场依然低迷；债券市场方面，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。股票质押业务方面，2019年，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至2019年11月末，深沪两市股票质押回购融资余额9,429亿元，较2018年末下降20.94%；截至2020年2月末，市场质押总股数5,705.83亿股，市场质押股数占总股本的8.41%，分别较2019年末进一步下降1.73%和0.17个百分点，股票质押风险有所化解。

截至2019年底，133家证券公司总资产为7.26万亿元，较2018年底增加15.97%；净资产为2.02万亿元，较2018年底增加6.88%，净资本为1.62万亿元，较2018年底增加3.18%，资本实力保持稳定。2019年，133家证券公司中，120家公司实现盈利，全年实现营业收入3,604.83亿元和净利润1,230.95亿元，分别同比增长35.37%和84.77%，经营业绩大幅改善。

2020年一季度，受新冠疫情全球化扩散影响，各国经济均出现滑坡，国家出台流动性宽松政策修复市场恐慌情绪，A股指数振幅加大，沪深交易额稳中有升，债券市场利率持续下行；其中上证综指跌幅9.83%，深成综指跌幅4.49%，沪深交易额同比增长47.61%。截至2020年3月底，133家证券公司总资产为7.89万亿元，较2019年底增加8.68%；净资产为2.09万亿元，较2019年底增加3.47%，净资本为1.67万亿元，较2019年增加3.09%。2020年一季度，133家证券公司中，118家公司实现盈利，实现营业收入983.30亿元，实现净利润388.72亿元，分别同比下降3.50%和11.69%，经营业绩同比有所下滑。

**资本市场利好政策的不断推出将改善证券公司经营环境，证券市场预计将保持长期回暖趋势；但疫情全球蔓延背景下，证券市场短期内承压。未来证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。**

2019年12月，中央经济工作会议指出“今年以来，金融风险有效防控；我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”；“实现明年预期目标，要坚持稳字当头”。预计随着金融监管制度进一步完善，资本市场将保持平稳运行。证券市场稳中向好、两融标的扩容将助力自营、经纪及信用业务的发展；资本市场利好政策将为投行业务带来增量，加之证券公司持续推进资管业务向主动管理转型，预计证券公司2020年业务发展将稳中向好。但风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

受新冠疫情影响，一季度经济数据惨淡，资本市场避险情绪上升，为稳定市场预期、提振市场信心，国家推出一系列流动性宽松政策，疫情短期内未对股市造成较大影响。随着疫情全球化蔓延，国际资本市场走弱使我国证券市场承压。长期来看，A股回暖趋势不改，疫情对证券行业中长期基本面影响不大，监管层面逆周期调控及资本市场改革政策的出台，有利于驱动证券公司全年业绩的提升。

近年来证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，未来业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。2020年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，2019年11月证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

## 2. 珠海市区域经济情况

**珠海市经济较为发达，粤港澳大湾区框架协议的落地以及横琴新区建设的有序推进为当地经济及金融业的发展提供了良好契机，为公司的业务经营提供了良好的外部环境。**

珠海市位于广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，西邻新会、台山市，北与中山市接壤。珠海于1980年成为经济特区，2008年国务院颁布实施珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008—2020年），明确珠海为珠江口西岸的核心城市。2009年，国务院正式批复《横琴总体发展规划》，横琴成为探索粤港澳紧密合作新模式的新载体。2015年，中国（广东）自由贸易试验区珠海横琴新区片区正式启动，将重点发展旅游休闲健康、商务金融服务、文化科教和高新技术产业，建设文化教育开放先导区和国际商务服务休闲旅游基地，打造促进澳门经济适度多元化发展的新载体，试点有关货物贸易便利化和现代服务业发展的制度创新，与南沙、前海片区实现错位发展，发挥协同效应。2017年7月，《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》正式落地，粤港澳大湾区主要包括广东的广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门9市和香港、澳门两个特别行政区，具备建成国际一流湾区和世界级城市群的基础条件。

2019年，珠海实现地区生产总值3,435.89亿元，同比增长6.8%，增速分别高于全国、全省0.7和0.6个百分点。从“六稳”情况看，珠海市除外贸下降外，就业、金融、外资、投资、预期均保持稳定态势，减税降费政策落实到位，经济总量和增速在全省居中上水平，整体经济运行情况良好。从产业视角看，第二产业对经济增长的贡献率达33.1%，拉动经济增长2.25个百分点。第三产业对经济增长的贡献率达66.5%，拉动经济增长4.52个百分点。从行业视角看，经济增长的主要动力来

自于工业、建筑业、金融业、房地产业和营利性服务业等五个行业。

珠海市金融业保持良好增势。2019年，全市金融业实现增加值369.16亿元，同比增长15.8%。从货币市场看，2019年末，全市金融机构本外币存款余额9,047.24亿元，同比增长19.9%；本外币贷款余额6,358.61亿元，同比增长21.4%；全市金融机构存贷款保持20%左右的较快增长，金融机构加大对实体经济的支持力度，信贷投放结构进一步优化。

#### 四、管理与内控

跟踪期内，公司内控架构无变化，但新增和修订了内控制度，进一步加强公司内控管理；公司董事和高管发生一定变化，但对公司经营无重大影响，整体内控管理保持稳定。

内控架构和制度方面，2019年，公司内控架构无变化；公司完成53项制度的新增和修订，进一步加强公司内控管理；其中，新增了28项制度；修订了25项制度。

2019年至今，公司董事会成员发生一定变化；新任2名董事，董事会仍为5人，全部为华发集团委派；公司高管发生一定变化，2019年11月起，公司首席财务官由姚炜担任；2020年3月起，公司常务副总裁由谢继莉担任，公司高管仍为3人。

2019年，华金证券分类评级仍为BBB，内控管理水平保持稳定。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

2019年，受益于证券、资管业务的较好发展及华金证券处置房产带动其他业务收入增长，公司营业总收入大幅增加；证券期货收入仍为公司第一大收入来源，但其他业务收入和资管业务收入贡献度提升；投资收益对利润水平具有很高贡献度；同时联合评级关注到公司收入及投资收益受证券市场行情波动影响较大，存在一定波动性。

公司是珠海和横琴新区运营国有金融资产、进行产业投资的核心平台。目前公司下辖证券、期货、银行、金融租赁、保险、投资、基金、普惠金融等诸多业务板块，已经成为全国地级市金融业务牌照最全的控股集团之一。2019年，受益于证券、资管业务的较好发展及华金证券处置房产带动其他业务收入增长，公司实现营业收入15.38亿元，同比增长89.17%。2019年公司实现净利润7.96亿元，同比小幅下降4.43%，主要是投资收益减少、营业成本及职工薪酬增加所致。

从收入构成来看，证券期货业务收入主要来自子公司华金证券收入，为公司最大收入来源，但因其他业务收入和资管业务收入的增加，其占比下降至2019年的38.21%。2019年资管业务收入大幅增长434.31%至4.30亿元，占比提升至27.95%，成为公司第二大收入来源。2019年，其他业务收入大幅增加主要是华金证券处置投资性房地产形成处置收入2.10<sup>1</sup>亿元所致，其占比增长至16.54%，成为公司第三大收入来源，但该收入不具有持续性。交易平台收入主要来自横琴知交中心、珠海产交中心和七弦琴产权服务，市场化运营致使其收入持续上升，但占比下降至2019年的4.61%。普惠金融收入主要来自于华金担保和铎创投资，收入有所增加但占比保持稳定；财务顾问收入呈增长趋势但占比下降至2019年的3.00%；基金管理业务收入来自于下属公司通过担任基金管理人而获取的管理报酬；保理业务收入占比和规模均较小。

<sup>1</sup> 2018年10月，根据华金证券第一届董事会第二十二次会议决议通过《关于公开挂牌转让曹杨路430号办公楼资产的议案》，于2019年5月与上海铎拓企业发展有限公司签订《资产交易合同》，处置了账面价值2.10亿元的投资性房地产；处置该投资性房地产收入2.10亿元计入其他业务收入，成本人民币0.72亿元计入其他业务成本。

投资收益对公司利润形成较好补充，投资收益主要来自公司参控股公司的投资收益、处置股权投资以及投资资产形成的收益等。2019年投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益、可供出售金融资产等取得的投资收益，占比分别为34.69%、27.71%和20.81%。2019年，投资收益对营业利润贡献度为158.12%，同比下降7.67个百分点，贡献度有所下降但仍处于很高水平。

表3 公司营业总收入和投资收益情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
证券及期货业务	4.22	51.84	5.88	38.21
交易平台	0.51	6.23	0.71	4.61
资管业务收入	0.80	9.90	4.30	27.95
普惠金融	0.54	6.62	0.98	6.36
财务顾问	0.34	4.24	0.46	3.00
基金管理业务	0.25	3.10	0.17	1.11
保理收入	0.03	0.42	0.34	2.21
其他主营业务收入	0.004	0.05	0.00	0.01
其他业务收入	1.43	17.61	2.54	16.54
<b>营业总收入合计</b>	<b>8.13</b>	<b>100.00</b>	<b>15.38</b>	<b>100.00</b>
<b>投资收益</b>		<b>15.48</b>		<b>14.50</b>

资料来源：公司年报，联合评级整理

## 2. 证券业务

2019年，受益于投行业务和自营业务的较好发展，华金证券营业收入有所增加；收入结构仍以投资收益和投资银行业务收入为主；经纪、信用等业务较为稳定；投行业务具有一定竞争优势。但证券业务受市场影响大，其收入实现具有不确定性。

公司证券板块由华金证券负责运营。截至2019年末，华金证券注册资本及实收资本均为34.50亿元，公司持有华金证券79.01%的股权。截至2019年末，华金证券资产总额134.61亿元，所有者权益41.11亿元；2019年实现营业收入9.70亿元，净利润2.02亿元。

2019年，受投资收益（含公允价值变动损益）、投行业务收入及处置资产形成的其他收入增加影响，华金证券营业收入有所增加。从收入构成来看，自营业务形成的投资收益（含公允价值变动损益）仍为华金证券最大收入来源，但占比下降至2019年的53.16%。2019年，投行手续费净收入及占比均呈增加趋势，2019年占比为24.36%，成为华金证券第二大收入来源。其他主要包括汇兑损益、其他收益及其他业务收入，2019年华金证券处置投资性房地产形成处置收入2.10亿元致使其他占比增加至22.98%，但该收入不具有持续性。经纪业务、资产管理业务手续费收入及占比均较小。

表4 华金证券营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	2.40	42.33	3.50	36.03
其中：经纪业务手续费净收入	0.32	5.74	0.44	4.54
投资银行业务手续费净收入	1.64	28.88	2.36	24.36
资产管理业务手续费净收入	0.31	5.42	0.31	3.18
投资咨询业务手续费净收入	0.00	0.00	0.00	0.00
利息净收入	-1.74	-30.65	-1.18	-12.17

投资收益（含公允价值变动损益）	4.89	86.33	5.16	53.16
其他	0.11	2.00	2.23	22.98
<b>营业收入合计</b>	<b>5.66</b>	<b>100.00</b>	<b>9.70</b>	<b>100.00</b>

资料来源：华金证券审计报告，联合评级整理

华金证券经纪业务经营范围主要包括代理买卖证券（债券、股票、基金等）和代销金融产品。近年来，华金证券不断扩大经纪业务规模，在营业网点、客户数量、资产规模、专业咨询服务等方面不断提升。2019年，华金证券未有新设网点；截至2019年末，华金证券拥有51家证券分支机构，分布在全国22个省份、4个直辖市，其中8家位于上海市、3家位于北京市、7家位于浙江省、5家位于广东省。2019年，华金证券经纪业务手续费净收入为0.44亿元，同比增长35.47%。

2019年，华金证券代理买卖证券交易额随证券市场景气度回升而增加；2019年代理买卖成交额为1,570.98亿元，同比大幅增长69.21%，主要来自代理买卖股票交易额的增加；公司代理买卖业务以股票交易为主，占比在90.00%以上。2019年，华金证券佣金率为0.36%，较2018年持平，处于行业平均水平。

表5 华金证券代理买卖证券情况（单位：亿元、%）

证券种类	2018年		2019年	
	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额
股票	846.35	0.05	1,437.41	0.06
债券	12.84	/	45.82	/
基金	67.10	0.03	81.95	0.04
其他	2.16	/	5.80	/
<b>合计</b>	<b>928.44</b>	<b>/</b>	<b>1,570.98</b>	<b>/</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理

投资银行业务方面，华金证券投资银行业务包括IPO、再融资业务、财务顾问及并购重组、新三板、债券分销及承销业务。华金证券投资银行业务坚持“立足区域开发、打造特色投行”的策略，逐步形成了以固定收益业务为品牌、以中小企业IPO和再融资为特色的投行业务格局。2019年，华金证券投资银行业务手续费净收入为2.36亿元，同比增长44.53%，主要系其债券承销业务发展较好所致。

股权业务方面，2019年，华金证券完成IPO项目一单，为联席主承销。债券类项目方面，华金证券债券承销业数量和规模均实现较大增长。

表6 华金证券投行业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年	
	数量	金额	数量	金额
IPO	0	0.00	1	0.003
再融资	0	0.00	0	0.00
债券	12	133.60	25	179.69
<b>合计</b>	<b>12</b>	<b>133.60</b>	<b>26</b>	<b>179.72</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理

华金证券的自营投资业务主要包括中小企业投资（新三板）与固定投资类收益。华金证券自营业务坚持投研一体化，根据宏观基本面研究、货币流动性分析以及风险收益比分析，制定投资策略

及交易计划。

2019年，华金证券投资规模有所增加，主要是增加债券、信托计划及资管计划投资。华金证券投资结构以债券投资为主，但占比下降至2019年末的86.25%；其中，华金证券投资的信用债外部评级主要在AA级（含）以上。信托计划和资管计划投资规模有所增长，但2019年末占比仍较小。截至2019年末，华金证券持仓债券存在违约债券1笔，规模为1,000万元。2019年，华金证券投资收益（含公允价值变动收益）为5.16亿元，同比增长5.53%，主要来自固收类业务。

截至2019年末，华金证券自营权益类证券及其衍生品/净资本和自营非权益类证券及其衍生品/净资本较年初均有所下降，均符合监管标准。

表7 华金证券自营证券投资结构及相关风控指标情况（单位：亿元、%）

项目	2018年末		2019年末	
	规模	占比	规模	占比
债券	62.41	92.09	68.66	86.25
股票	2.24	3.30	2.51	3.16
基金	0.46	0.68	0.46	0.57
信托计划	2.00	2.95	4.22	5.30
资管计划	0.66	0.98	3.75	4.72
<b>账面价值合计</b>	<b>67.77</b>	<b>100.00</b>	<b>79.61</b>	<b>100.00</b>
<b>自营权益类证券及其衍生品/净资本</b>	<b>6.47</b>		<b>5.51</b>	
<b>自营非权益类证券及其衍生品/净资本</b>	<b>145.93</b>		<b>137.50</b>	

资料来源：公司提供，联合评级整理

华金证券资产管理业务由资产管理部负责运营，业务品种包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2019年，华金证券推动主动管理业务的发展，集合和专项理财业务的发展带动资管业务规模小幅增加至492.84亿元；业务结构以定向理财为主，但占比下降至2019年末的69.40%；2019年末主动管理业务规模增加至188.97亿元，较年初增长39.81%，占比增长至38.34%，资管业务主动管理能力有所提升。2019年，华金证券资产管理业务手续费净收入为0.31亿元，保持稳定。

表8 华金证券资产管理业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		
	管理规模	占比	管理规模	占比	
按产品类型	集合理财	14.97	3.25	46.95	9.53
	定向理财	376.72	81.70	342.01	69.40
	专项理财	69.39	15.05	103.88	21.08
按管理方式	主动管理规模	135.16	29.31	188.97	38.34
	被动管理规模	325.92	70.69	303.87	61.66
<b>合计</b>	<b>461.08</b>	<b>100.00</b>	<b>492.84</b>	<b>100.00</b>	

资料来源：公司提供，联合评级整理

华金证券信用交易业务主要包括融资融券业务和股票质押业务。华金证券融资融券业务对客户账户风险进行实时监控，由信用业务部信用交易监控及评估岗密切关注，及时将风险情况通知分支机构融资融券风控专员；股票质押回购业务建立了严格的审批决策流程和履约保障预警机制。

从业务开展情况来看，截至2019年末，融资融券余额为17.89亿元，较年初增长104.46%；利

息收入亦持续增长，2019年，实现融资融券利息收入0.81亿元，同比增长102.50%。

股票质押业务方面，截至2019年末，股票质押业务规模6.24亿元，较年初下降22.48%，主要是华金证券控制风险主动收缩业务规模；实现利息收入波动增长，2019年，实现股票质押利息收入0.44亿元，同比下降25.42%，主要是规模下降所致。

从风险情况来看，截至2019年末，华金证券融资融券业务有1笔违约项目，涉及融资剩余本金0.48亿元，已提交价值0.42亿元新三板股票担保，计提减值准备0.02亿元；截至2019年末，股票质押业务发生违约项目3笔，剩余质押本金合计2.40亿元，计提减值准备0.0086亿元，计提比例一般，其中2笔已启动司法程序，1笔与客户协商债权转让事项。

表9 华金证券信用交易业务情况表（单位：户、亿元）

项目	2018年	2019年
融资融券账户数目	1,520	1,811
融资融券余额	8.75	17.89
融资融券利息收入	0.40	0.81
股票质押业务余额	8.05	6.24
股票质押业务利息收入	0.59	0.44

资料来源：公司提供，联合评级整理

### 3. 资管业务

#### 华金资管业务发展较快，其业务以体系内业务为主。

公司资管业务主要由华金资管负责运营。华金资管是公司旗下的综合性资产管理公司，成立于2012年1月，持有在中国证券投资基金业协会登记的私募基金管理人资格。截至2019年末，华金资管注册资本和实收资本均为27.00亿元，公司持有100.00%股权。截至2019年末，华金资管的总资产为70.11<sup>2</sup>亿元，净资产为30.87亿元；2019年，华金资管实现营业收入3.10亿元，净利润0.56亿元。

华金资管主营不动产债权、股权，兼有长租房、不良收购、并购重组财务顾问等业务，通过提供运营支持，品牌管理等资产增值服务提升资产价值。华金资管总部设在深圳，在珠海、北京、上海、天津、武汉、香港均设有业务团队。

华金资管业务分为市场化业务和华发集团体系内业务，其中，市场化业务投资标的主要为不动产，通常设置有抵质押措施。华发集团体系内业务主要是购房尾款ABS、应收账款及供应链等业务；目前华金资管业务以华发集团体系内业务为主；截至2019年末，华金资管管理业务规模为132.32亿元，其中81.62%为华发集团体系内业务。华金资管部分业务涉及自有资金投资，截至2019年末，华金资管有14.75<sup>3</sup>亿元自有资金投资市场化业务，59.69亿元投资华发集团体系内业务；自有资金投资市场化业务主要是房地产项目，综合收益率在12.47%~18.00%；自有资金投资华发集团体系内业务主要是“华发股份-购房尾款”项目、“横琴金融保险大厦项目”“中航信托集合资金信托计划B类信托单位”等项目，综合收益率在6.05%~12.75%。截至2019年末，华金资管自有资金参与投资的产品涉及企业无违约情况。

### 4. 其他业务

#### 公司其他板块业务发展良好，为公司收入及利润形成补充。

<sup>2</sup> 华金资管母公司口径财务数据；

<sup>3</sup> 华金资管合并口径数据（含子公司）。

公司期货业务主要由华金期货负责运营。华金期货前身是金谷期货有限公司，成立于1995年，是国内最早一批设立的期货公司；华发投控于2014年通过旗下铨创投资全资收购华金期货。截至2019年末，华金期货注册资本6.00亿元，公司持有华金期货100.00%股权。华金期货经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理等，具有上海期货交易所、中国金融期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的会员资格。华金期货立足天津、服务全国、面向全球，为全国各类企业及客户开展包括风险管理、经营顾问及财务顾问等服务。

公司交易平台主要包括横琴国际知识产权交易中心有限公司（以下简称“横琴知交中心”）、珠海产交中心、珠海横琴华发七弦琴知识产权服务有限公司（以下简称“横琴七弦琴产权公司”）、武汉华发七弦琴航易知识产权运营有限公司、横琴华南中小企业挂牌上市服务有限公司和珠海华发拍卖有限公司。2019年，公司交易平台业务呈保持增长，主要是下属交易平台坚持以市场化运作，区域各类产（股）权、物权和知识产权交易活跃，收入逐年增加。横琴产交中心成立于2017年，是国家“1+2+20+N”的知识产权运营体系的重要组成部分。2017年6月，首个金融创新知识产权运营交易国家平台正式上线正式获批上线，是国家知识产权局批复设立的国家知识产权培训（广东）基地，也是全国唯一一家设立于知识产权运营平台的培训基地。珠海产交中心成立于2013年，是广东省国资委确定的四家有资格从事省属企业国有产权交易定点机构之一，并且在2015年10月成为全国首家通过ISO9001:2000国际质量管理认证的产权交易机构；2019年全年完成交易量751笔，交易金额118.15亿元。横琴七弦琴产权公司成立于2017年，提供专业知识产权管理及相关咨询，知识产权许可代理服务，知识产权维权咨询及服务，知识产权运营服务，知识产权流程管理，商标代理，著作权转让及代理，科技转让等服务。

普惠金融业务主要由华金担保、珠海铨创投资管理有限公司（以下简称“铨创投资”）和珠海华金普惠金融控股有限公司（以下简称“华金普惠”）负责经营。华金担保是目前珠海市唯一国有全资担保公司，公司计划打造其成为珠海市融资担保平台，发挥信用聚集的效应，完善珠海市担保市场体系，缓解小微企业融资难问题。铨创投资成立于2003年1月，其经营范围为以自有资金进行项目投资、投资管理、实业投资；项目投资引进信息咨询、消费品信息咨询、财务顾问、创业投资、投资咨询等。珠海华金普惠金融控股有限公司成立于2017年，提供“转贷资金”服务，金融咨询及服务，接受金融机构委托从事信息技术外包，接受金融机构委托从事金融业务外包，接受金融机构委托从事金融知识流程外包，金融信息专业领域内的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让，信用风险管理平台开发，云平台服务，投资咨询，商务咨询，数据处理服务，市场信息咨询与调查，金融广告的设计、制作、代理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

华金国际商业保理（珠海）有限公司（以下简称“铨金保理”）成立于2018年，是公司为进一步响应政府部门解决小微企业融资难融资贵难题而成立的，为小微企业提供商业保理服务。公司通过子公司华金担保持有其100%股权。

**银行板块均为参股，其形成的投资收益对公司利润形成较好补充，且银行板块对公司具有重要战略意义。**

截至2019年末，公司共有32家联营企业，无合营企业；2019年对联营企业确认投资收益5.03亿元，占投资收益比重为34.69%，对营业利润贡献度为54.85%。对联营企业投资收益中，来自银行板块的投资收益占比较高；2019年银行板块确认投资收益合计5.09亿元，占对联营企业投资收益的101.13%。

银行业务板块中，华发投控投资的企业主要包括珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）、珠海华润银行股份有限公司（以下简称“华润银行”）和珠海南屏村镇银行股份有限公司

司（以下简称“南屏村镇银行”）三家公司。

公司直接持有华发财务 20.00% 股份，是其重要股东。华发财务于 2013 年 9 月正式开业，注册资本 20.00 亿元，是在横琴新区设立的第一家法人非银行金融机构、珠海市设立的第二家企业集团财务公司。华发财务主要对华发集团的成员单位办理存款、贷款、结算等相关业务，为成员单位提供财务和融资顾问、信用鉴证等咨询、代理业务，为成员单位提供担保等。

公司通过全资子公司珠海市海融资产管理有限公司（以下简称“珠海海融”）和铎创投资分别持有华润银行 13.94% 和 7.08% 股权，持股比例合计 21.02%，为华润银行第二大股东。华润银行前身为珠海市商业银行，成立于 1996 年 12 月。2010 年 1 月，华润股份有限公司和珠海市政府对珠海市商业银行实施战略重组，注册资本变更为 56.38 亿元。截至 2019 年末，华润银行总资产规模 2,016.77 亿元，较上年末增长 271.67 亿元，增幅 15.57%；其中贷款总额 1,052.32 亿元，较上年末增长 19.79%；总负债规模 1,858.95 亿元，较上年末增长 14.99%；其中存款总额 1,336.56 亿元，较上年末增长增幅 19.04%；不良贷款率 1.84%，拨备覆盖率为 201.90%，资产质量良好。2019 年，华润银行累计实现营业收入 58.67 亿元，较上年增长 20.82%；实现利息净收入 50.08 亿元，较上年增长 21.39%；实现非息收入 8.59 亿元，较上年增长 17.59%；全行实现净利润 17.50 亿元，较上年增长 27.41%。整体经营情况良好。

表 10 上述主要子公司和联营公司 2019 年（末）主要财务数据（单位：亿元、%）

公司名称	注册资本 (均已实缴)	持股比例	总资产	总负债	所有者权益	营业收入	净利润
华金期货	6.00	100.00	17.54	11.40	6.14	1.27	0.04
横琴知交中心	1.00	51.00	0.94	0.19	0.75	0.29	0.00
珠海产交中心	1.00	100.00	1.69	0.21	1.48	0.41	0.20
铎创投资	37.12	100.00	242.41	110.48	131.93	11.13	4.17
铎金保理	2.00	100.00	7.04	4.93	2.11	0.44	0.11
华金担保	3.00	100.00	3.74	0.44	3.30	0.34	0.24
华发财务	20.00	20.00	368.66	324.37	44.29	11.18	5.63
华润银行	60.43	21.02	2,016.77	1,858.95	157.81	58.67	17.50

注：公司通过子公司持有的华润银行 7.32% 股权已质押；持有的华金期货 100% 股权已经质押

资料来源：公司提供，联合评级整理

## 5. 未来发展

**公司的发展战略清晰且具有前瞻性，契合国家政策和产业政策发展方向，发展前景良好。**

2020 年，公司将深入贯彻“科技+”战略，围绕“核心突破、科技赋能、协同创新、提质升级”的经营方针，坚持合规稳健经营，确保经营业绩再上台阶。整体而言，严控风险，抢抓机遇，提质增效，全面完成年度经营目标，各个版块具体业务规划如下：

首先，牌照金融业务取得实质性突破，创新金融业务盈利能力稳步提升，全力促进金融产业集群提质升级。华金证券要以上市市为目标，各业务条线全面突破，深耕粤港澳大湾区市场。华金资管要做好华发集团内部协同服务，夯实存量业务，大力开拓增量业务，积极培育创新业务，实现规模和效益双提升。华金期货要继续扩大规模，聚焦优势品种与产业，冲击新产品中的上游地位。华金普惠要继续做强三大业务板块，着力布局 C 端业务，打造特色经营模式。华金保理要以华发集团产业链为主线，大力开展保理融资业务和供应链资产服务。其次，坚持科技赋能，重新梳理金融科技战略，高效助力业务发展，首要赋能华金证券，全面构建金融科技生态体系，为集团信息化建设贡献力量。再次，公司将深化珠澳合作，持续推动 AMC、澳门融资租赁、互联网小贷、公募基金、消

费金融等牌照获取机会，不断优化完善牌照布局，助推湾区金融创新。第四，公司将严守合规底线，建立健全合规风控管理体系，建立风险偏好管理体系，建设合规法务及风险管理系。第五，公司继续推进直接融资，支持集团及板块上市公司集群快速发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2019 年财务报表，经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了不带强调事项段的无保留审计意见。

财政部于 2017 年颁布了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量（修订）》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移（修订）》《企业会计准则第 24 号——套期会计（修订）》及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报（修订）》（统称“新金融工具准则”），公司之子公司华金证券经董事会决议自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，对会计政策相关内容进行了调整。按照新金融工具准则的规定，除某些特定情形外，对金融工具的分类和计量（含减值）进行追溯调整，将金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日（即 2019 年 1 月 1 日）的新账面价值之间的差额计入 2019 年年初留存收益或其他综合收益。同时，公司未对比较财务报表数据进行调整。

由于执行新金融工具准则导致其他综合收益增加 0.18 亿元，未分配利润减少 0.25 亿元。少数股东权益减少 0.04 亿元。

2019 年，公司合并范围有一定变化，但考虑到变动子公司规模较小，公司财务报表可比性较好。

### 2. 资产质量

2019 年，随着投资规模的增加，公司资产规模较快增长，资产结构转变为以流动资产为主，资产负债中股权投资、债券及债权类投资占比较高，但公司持有较大规模货币资金，整体看，资产质量较好、流动性较好。

截至 2019 年末，公司资产总额 555.54 亿元，较年初增长 40.29%，主要是股东增资后致使货币资金增加以及华金证券自营投资、融资融券业务规模扩大所致。公司资产结构转变为以流动资产为主，2019 年末流动资产占比为 61.63%。2019 年，公司自有资产有所增加，自有资产占总资产较为稳定。

表 11 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>168.24</b>	<b>42.49</b>	<b>342.39</b>	<b>61.63</b>
其中：货币资金	82.06	48.77	134.12	39.17
融出资金	8.73	5.19	17.87	5.22
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	40.86	24.29	--	--
交易性金融资产	--	--	79.61	23.25
一年内到期的非流动资产	0.20	0.12	53.95	15.76
<b>非流动资产</b>	<b>227.75</b>	<b>57.51</b>	<b>213.15</b>	<b>38.37</b>
其中：可供出售金融资产	86.15	37.83	73.82	34.63
持有至到期投资	57.80	25.38	17.40	8.16
长期股权投资	78.12	34.30	112.76	52.90

资产总额	395.99	100.00	555.54	100.00
自有资产	390.05	98.50	544.18	97.95

注：本报告在计算自有资产、自有负债及相关指标时未剔除结构化主体其他份额持有人投资份额  
资料来源：公司审计报告，联合评级整理

### 流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产为 342.39 亿元，较年初增长 103.51%，主要是股东增资后致使货币资金增加及一年内到期的持有至到期投资转入所致；流动资产主要由货币资金（占 39.17%）、交易性金融资产（占 23.25%）、一年内到期非流动资产（占 15.76%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 134.12 亿元，较年初大幅增长 63.45%，主要是股东注资所致；其中，银行存款 132.04 亿元，受限货币资金 0.10 亿元，规模很小。

截至 2019 年末，公司交易性金融资产 79.61 亿元，全部分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，其中债券、股票和其他占比分别为 82.87%、3.16%和 13.97%；其他主要是资管产品、信托计划和资产支持证券。

2019 年末，公司一年内到期的非流动资产大幅增长 268.75 倍至 53.95 亿元，全部为一年内到期的持有至到期投资，主要是公司投资的可转债、信托计划和售房尾款收益权产品。

截至 2019 年末，融出资金为 17.87 亿元，较年初增长 104.64%，主要是 2019 年随着股票市场行情回暖而规模进一步扩大；2019 年末融出资金账龄主要集中在 1 个月以内、3~6 个月、6 个月至 1 年和 1 年以上，占比分别为 33.43%、21.10%、16.22%和 22.83%，公司对融出资金计提减值准备 0.02 亿元，比例为 0.10%。

### 非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 213.15 亿元，较年初减少 6.41%，主要是一年以内持有至到期投资转入流动资产所致；2019 年末非流动资产以可供出售金融资产（占 34.63%）、持有至到期投资（占 8.16%）和长期股权投资（占 52.90%）构成。

截至 2019 年末，可供出售金融资产下降 14.31%至 73.82 亿元，其构成要是按成本计量的股权投资和按公允价值计量的资管产品，占比分别为 75.51%和 24.49%；公司未对其计提减值准备。

截至 2019 年，持有至到期投资下降 69.90%至 17.40 亿元，主要是因部分投资产品将于一年内到期转入一年内非流动资产；可供出售金融资产主要是信托计划、资产管理计划、可转债、收益权产品等，公司未对持有至到期投资计提减值准备。

截至 2019 年末，公司长期股权投资较年初增长 44.34%至 112.76 亿元，主要是对联营企业本年确认投资收益增加以及追加投资所致。

### 3. 负债及所有者权益

2019 年，公司负债规模有所增长，债务结构以长期债务为主，债务结构有所改善，杠杆水平下降并处于较低水平；但公司一年以内以内到期债务占比较高，存在一定集中兑付压力，需关注公司流动性情况。

截至 2019 年末，公司负债合计 220.93 亿元，较年初增长 6.58%；负债结构以流动负债为主，但负债结构趋向均衡，2019 年末流动负债占比为 53.51%。

截至 2019 年末，公司流动负债较年初下降 33.43%至 118.23 亿元，主要是公司与华发集团及其他关联公司往来款减少致使其他应付款减少所致；流动负债主要由卖出回购金融资产款（占比 26.87%）、应付款项（占比 12.85%）、其他应付款（占比 9.07%）、应付货币保证金（占 9.48%）、

拆入资金（占 5.00%）和其他流动负债（占比 16.81%）构成。

截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产款较年初下降 6.58% 至 31.77 亿元，主要是子公司华金证券债券质押式回购规模减少所致；2019 年末该科目主要为质押式债券回购。

截至 2019 年末，应付款项为 15.19 亿元，较年初增长 2.09%；该科目主要是合并结构化主体形成的其他金融负债。

截至 2019 年末，公司其他应付款为 10.72 亿元，较年初大幅减少 88.48%，主要是公司用股东增资款偿还华发集团及其他关联方往来款项所致。

截至 2019 年末，公司应付货币保证金为 11.21 亿元，较年初增长 66.39%，主要是子公司华金期货业务规模快速增长所致。

截至 2019 年末，其他流动负债为 19.87 亿元，较年初增长 65.16%，主要是华金证券发行短期收益凭证增加所致；该科目主要由短期收益凭证和短期应付债券为主。

截至 2019 年末，公司拆入资金 5.91 亿元，主要为同业拆入资金。

截至 2019 年末，非流动负债为 102.70 亿元，较年初增长 246.04%，主要由长期借款和应付债券构成，占比分别为 40.76% 和 58.63%。

有息债务方面，截至 2019 年末，公司全部债务 175.20 亿元，较年初增长 8.92%，主要是长期债务增加所致；债务结构由以短期债务为主转变为以长期债务为主，2019 年末长期债务占比 58.26%。从债务到期结构来看，截至 2019 年末，公司一年内到期有息债务占比为 41.74%，占比较高，需关注其流动性管理情况。

2019 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率下降趋势，2019 年末分别为 39.77% 和 34.37%；随着长期债务的增加，长期债务资本化比率有所增长，2019 年末为 23.37%，公司杠杆水平较低。2019 年，公司自有资产负债率为 38.51%，较年初下降 13.11 个百分点，主要是 2019 年公司股东较大规模增资所致。

表 12 截至 2019 年底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元、%）

期限	规模	占比
1 年以内	73.13	41.74
1~2 年	9.21	5.26
2~3 年	41.87	23.90
3~4 年	0.00	0.00
4~5 年	50.00	28.54
5 年以上	0.99	0.57
合计	175.20	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

#### 4. 股东权益和资本充足性

公司所有者权益大规模增加，但权益结构稳定性一般，2019 年，股东增资进一步充实了公司资本实力。核心子公司华金证券资本实力较为稳定，以净资本为核心的风险控制指标均优于行业监管水平，其资本充足性较好。

2019 年，公司完成股东增资 125.00 亿元；截至 2019 年末，公司所有者权益 334.61 亿元，较年初增长 77.32%，主要是股东增资及少数股东权益增长所致；其中，少数股东权益 95.07 亿元，较年初增长 19.12%，占所有者权益比重 28.41%；归属于母公司的所有者权益 239.54 亿元，其中，股本占 51.77%，资本公积占 38.24%，未分配利润占 9.30%，股本和资本公积占比虽然较高，但少数股东

权益占比亦偏高，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，华金证券净资产为 40.89 亿元，较年初有所增加，主要来自附属净资产的增加。从主要风控指标来看，净稳定资金率呈持续下降趋势，截至 2019 年末其值为 134.45%；华金证券各项风险控制指标均优于行业预警水平，整体风险可控。

表 13 华金证券风险控制指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	监管标准	预警标准
核心净资产	35.82	33.89	--	--
附属净资产	0.00	7.00	--	--
净资产	35.82	40.89	--	--
净资产	40.10	41.06	--	--
各项风险资本准备之和	13.89	15.90	--	--
表内外资产总额	83.22	105.96	--	--
风险覆盖率	257.92	257.07	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率	43.04	31.98	≥8.00	≥9.60
流动性覆盖率	323.21	321.44	≥100.00	≥120.00
净稳定资金率	142.34	134.45	≥100.00	≥120.00
净资产/净资产	89.32	99.57	≥20.00	≥24.00

资料来源：公司提供

## 5. 盈利能力

2019 年，公司收入有所增加，净利润小幅下降，盈利能力尚可；但公司利润的实现投资收益依赖度较高，投资收益的实现受市场行情影响较大，存在一定不确定性。

2019 年，公司实现营业收入 15.38 亿元，同比增长 89.17%，主要是华金证券和华金资管业务发展较好致使收入增加所致。

公司营业成本由证券、期货业务利息支出、财务顾问费，基金管理费、产权交易服务费成本和知识产权服务费成本构成；2019 年，公司营业成本为 5.08 亿元，同比增长 46.21%，主要是华金证券转让房产成本进入其他业务成本所致。

从期间费用来看，2019 年，公司期间费用总额为 16.19 亿元，主要是职工薪酬增加以及债务规模增加致使利息费用增长所致；公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019 年占比分别为 63.15%和 36.69%。管理费用主要为职工薪酬、租赁费等；财务费用主要为利息费用支出。

投资收益对公司利润形成较好补充。2019 年投资收益同比减少 6.31%至 14.50 亿元，主要是当年处置股权较少致使形成的投资收益减少所致；投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益、可供出售金融资产等取得的投资收益，占比分别为 34.69%、27.71%和 20.81%。2019 年，投资收益对营业利润贡献度为 158.12%，同比下降 7.67 个百分点，贡献度有所下降但仍处于很高水平。

从盈利情况来看，2019 年，公司实现净利润 7.96 亿元，同比小幅下降 4.43%，主要是投资收益减少、营业成本及管理费用增加所致。从盈利指标来看，因股东注资致使所有者权益规模增加较多，公司净资产收益率呈下降趋势，2019 年为 3.04%；公司总资本收益率波动不大，总资产收益率整体呈上升趋势，2019 年分别为 3.48%、3.39%。2019 年，归母净资产收益率继续下降，主要归属于母公司所有者权益增加所致；公司盈利能力尚可。

从同行业对比来看，在经营同类或类似主业的金融控股平台类企业中，根据下表数据，与样本企业相比，公司盈利指标相对较低，但杠杆水平也相对较低；因公司于 2019 年 11 月增资，对指标

产生一定影响。

表 14 金融控股平台类企业的 2019 年财务指标比较 (单位: %)

项目	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率
湖南财信投资控股有限责任公司	7.24	7.33	64.50
苏州国际发展集团有限公司	3.74	2.27	73.11
国投资本股份有限公司	8.45	7.86	75.83
<b>上述样本企业平均值</b>	<b>6.48</b>	<b>5.82</b>	<b>71.15</b>
华发投控	3.04	3.03	39.77

资料来源: 公司审计报告、公开资料, 联合评级整理

## 6. 现金流分析

**公司经营和投资活动均表现为净流出, 融资活动较多, 且融资渠道通畅。**

经营活动现金流方面, 2019 年, 公司经营活动现金流净额转为净流出, 主要是证券业务周期性变动及 2019 年基于会计准确性原则将有息往来款调整至其他筹资活动所致。

投资活动现金流方面, 2019 年, 公司投资活动现金流净额仍表现为净流出, 主要是公司及子公司投资股权、基金等投资支付的现金较多所致。

筹资活动方面, 2019 年, 公司筹资活动现金流保持净流入态势, 且净流入额大幅增加, 主要是股东增资及公司发行债券收到的现金增加所致。

表 15 公司现金流情况表 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流净额	61.99	-24.67
投资活动现金流净额	-68.86	-63.38
筹资活动现金流净额	6.58	140.89
现金及现金等价物净增加额	-0.28	52.84
期末现金及现金等价物余额	84.45	137.29

资料来源: 公司审计报告, 联合评级整理

## 7. 母公司口径财务分析

公司母公司口径资产主要以股权投资、货币资金及往来款为主, 资产流动性一般, 但货币资金较充裕; 股东增资后, 杠杆率下降并处于较低水平; 本部盈利主要依靠利息收入及子公司贡献的投资收益, 盈利能力一般; 公司与关联方往来款较为频繁, 经营及投资活动主要依赖筹资活动, 需关注公司流动性管理情况。

截至 2019 年末, 公司母公司口径资产总额为 322.62 亿元, 较年初增长 105.92%, 主要是货币资金、其他应收款、长期股权投资增加较多所致; 资产结构以长期股权投资 (占比 64.80%)、货币资金 (占比 6.68%)、其他应收款 (占 21.83%) (主要是对子公司的应收款)、可供出售金融资产 (占 5.93%) 为主; 其他应收款主要是往来款; 长期股权投资主要是对子公司投资, 2019 年公司分别追加对珠海铎创投资管理有限公司、华金资产管理 (深圳) 有限公司的投资 40.00 亿元和 21.00 亿元。

截至 2019 年末, 公司母公司口径负债总额为 95.81 亿元, 较年初增长 82.67%, 主要是公司长期借款和应付债券增加所致; 负债以其他流动负债 (占比 5.22%)、长期借款 (占比 38.64%) 和应付债券 (占 52.19%) 为主; 公司母公司口径资产负债率有所下降, 截至 2019 年末为 29.70%, 属较低水平; 全部债务规模呈增加趋势, 截至 2019 年末, 母公司口径全部债务为 93.23 亿元, 较年初增长 154.41%, 主要是公司发行公司债券所致。

2019年，公司母公司口径所有者权益呈增长趋势，截至2019年末为226.81亿元，较2018年末增长117.62%，主要是股东注资所致；所有者权益以资本公积和实收资本为主。

2019年，公司本部营业总收入规模很小，主要是财务顾问费和利息收入。2019年投资收益为3.10亿元，同比增长76.46%，主要是取得分红较多所致；净利润波动较大，2019年净利润为0.86亿元，同比增长359.46%，主要是投资收益增加所致；2019年，净资产收益率为0.52%，同比增加0.34个百分点，盈利能力一般。

2019年，母公司口径经营活动现金流量净额转为净流出，主要是收到关联方往来款减少及支付往来款增加所致；2019年，公司投资活动现金流量净额仍表现为净流出，2019年净流出规模为91.99亿元，主要是投资子公司支付的现金较多所致，主要包括对子公司华金资管增资21.00亿元，铧创投资40.00亿元等。2019年，公司股权及债权融资活动较多，筹资活动现金流净流入112.68亿元。

#### 8. 偿债能力

公司整体偿债能力指标表现尚可，考虑到公司区域地位突出，股东及政府对公司支持力度很大，以及公司自身资本实力很强且资产质量较好，并具有较大规模的现金类资产，公司整体偿债能力极强。

从偿债能力指标看，合并口径情况，2019年，公司流动比率和速动比率均呈上升趋势，2019年末分别为2.90倍和2.76倍；同期，受货币资金增加较多影响，公司现金短期债务比整体呈增加趋势，2019年末为2.92倍，公司短期偿债能力较好。2019年，公司EBITDA继续增长，2019年为16.49亿元，同比增长17.57%，主要是计入财务费用的利息支出增加所致；EBITDA中，利润总额占比55.50%，利息支出占比42.28%，其他为折旧和摊销。2019年，公司EBITDA利息倍数继续下降，2019年为2.11倍；EBITDA全部债务比保持稳定，为0.09倍，EBITDA对利息的覆盖程度较好，对全部债务覆盖程度偏弱。

从母公司口径来看，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比呈增加趋势，2019年短期偿债指标处于很好水平；EBITDA对利息的覆盖程度一般，对全部债务覆盖程度偏弱。

表 16 公司偿债能力指标（单位：亿元、倍）

项目	2018年		2019年	
	母公司	合并	母公司	合并
流动比率	0.62	0.95	10.68	2.90
速动比率	0.62	0.90	10.68	2.76
现金短期债务比	0.48	0.93	3.47	2.92
EBITDA	1.75	14.02	3.29	16.49
EBITDA 利息倍数	1.14	3.20	1.36	2.11
EBITDA 全部债务比	0.05	0.09	0.04	0.09

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至2019年底，公司无对外担保情况（子公司华金担保的担保业务除外），无重大被诉情况。

截至2019年末，公司获得银行授信额度合计为38.30亿元，银行授信额度已使用28.50亿元，剩余授信额度9.80亿元。

根据查询日期为2020年5月19日的人民银行征信报告，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

## 七、跟踪债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司所有者权益规模为 334.61 亿元，为本报告跟踪债券“19 珠控 01”“19 珠纾 02”“19 珠控 02”“20 华控 01”“20 华控 02”剩余本金合计（70.00 亿元）的 4.78 倍，公司所有者权益规模对债券的覆盖程度高，能够对本报告跟踪债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 16.49 亿元，为跟踪债券本金合计（70.00 亿元）的 0.24 倍，公司盈利对本报告跟踪债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 30.64 亿元，为跟踪债券本金合计（70.00 亿元）的 0.44 倍，公司经营活动现金净流量对跟踪债券的覆盖程度一般；经营活动净现金流为负值，无法对跟踪债券形成保障。

综合以上分析，考虑到公司在区域内及行业内具有较强的竞争优势，股东实力和支持力度较大等因素，公司对“19 珠控 01”“19 珠纾 02”“19 珠控 02”“20 华控 01”“20 华控 02”的偿还能力极强。

## 八、担保方信用风险分析

公司发行的“19 珠控 01”“19 珠纾 02”“19 珠控 02”“20 华控 01”“20 华控 02”均由华发集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 1. 华发集团主体概况

华发集团前身为珠海经济特区发展公司华发旅游商场，1987 年 4 月经广东省珠海经济特区管理委员会（珠特函（1987）99 号）批准更名为珠海经济特区华发公司；1989 年 1 月经广东省珠海经济特区管理委员会（珠特函（1989）2 号）批准更名为珠海经济特区发展公司；1991 年 11 月更名为珠海经济特区华发集团公司，注册资本为 4.00 亿元。2008 年 12 月，华发集团进行公司制改制，华发集团性质由全民所有制变更为国有独资有限责任公司并更名为现名。后经历次增资。截至 2020 年 3 月末，华发集团注册资本 11.20 亿元，珠海国资委为华发集团唯一股东及实际控制人。

截至 2020 年 3 月末，华发集团拥有纳入合并范围的子公司 580 家。其中，华发集团上市子公司 4 家，分别为珠海华发实业股份有限公司（股票代码：600325.SH，以下简称“华发股份”，截至 2019 年末公司直接和间接合计持股比例 28.48%）、华金国际资本控股有限公司（前身为“卓智控股有限公司”，股票代码：00982.HK，截至 2019 年末华发集团间接持股比例 36.88%，以下简称“华金国际”）、珠海华金资本股份有限公司（原“力合股份有限公司”，股票代码：000532.SZ，以下简称“华金资本”，截至 2019 年末华发集团间接持股比例 28.46%，未并表）和香港庄臣控股有限公司（股票代码：01955.HK，以下简称“庄臣控股”，截至 2019 年末华发集团直接和间接合计持股比例 42.83%）。截至 2020 年 3 月末，华发集团设战略运营管理中心、战略并购管理中心、资本管理中心、资金管理中心、财务管理中心等职能部门。

截至 2019 年末，华发集团合并资产总额 3,618.40 亿元，负债合计 2,547.74 亿元，所有者权益 1,070.67 亿元，其中归属于母公司所有者权益 375.98 亿元。2019 年，华发集团实现营业收入 792.69 亿元，净利润为 50.51 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 13.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 218.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 95.35 亿元。

截至 2020 年 3 月末，华发集团合并资产总额 4,117.11 亿元，负债合计 3,000.79 亿元，所有者权益 1,116.32 亿元，其中归属于母公司所有者权益 391.81 亿元。2020 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 199.57 亿元，净利润为 14.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 60.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 252.66 亿元。

华发集团注册地址：广东省珠海市拱北联安路 9 号；法定代表人：李光宁。

## 2. 业务经营

受房地产以及大宗商品批发业务收入增长较快影响，华发集团营业收入规模大幅增长，毛利率水平较为稳定。

华发集团经过三十多年的发展，已实现由单一的区域型房地产企业转型为以城市运营、房地产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的综合性企业集团，商贸服务为华发集团收入第一大来源。

2019 年，华发集团营业收入快速增长，主要系房地产销售收入和大宗商品批发收入快速增长带动。分业务看，2019 年，受项目开发规模不断扩大影响，华发集团房地产销售收入较上年增长 30.29%；华发集团土地一级开发收入较上年下降 8.55%，主要系土地出让面积下降等因素导致；2019 年，华发集团持续扩大有色金属的贸易规模，实现大宗商品批发收入较上年增长 81.73%；金融业务作为华发集团核心突破板块，近年来发展迅速，全牌照业务格局逐步完善，2019 年，华发集团实现金融收入 14.72 亿元，同比增长 20.39%。

表 17 华发集团营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸服务	204.36	38.36	0.52	367.36	46.34	0.34
房地产开发	226.61	42.53	27.95	317.35	40.03	30.31
城市运营	50.10	9.40	59.18	44.77	5.65	68.91
金融投资	12.23	2.30	68.85	14.20	1.79	73.95
现代服务	21.91	4.11	14.31	26.57	3.35	11.20
文教旅游	1.05	0.20	-63.05	1.01	0.13	-42.36
其他主营业务	3.08	0.58	33.87	2.95	0.37	24.34
其他业务收入	13.44	2.52	34.34	18.50	2.33	27.03
<b>合计</b>	<b>532.79</b>	<b>100.00</b>	<b>20.71</b>	<b>792.69</b>	<b>100.00</b>	<b>18.55</b>

资料来源：华发集团审计报告

毛利率方面，2019 年，房地产销售业务毛利率水平较高，较上年基本保持稳定；城市运营业务毛利率较上年增加 9.73 个百分点，该板块毛利率变动较大，系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致；商贸服务业务毛利率变动较小，且毛利率水平很低。华发集团金融类业务毛利率较上年增加 9.73 个百分点，金融业务为华发集团利润提供良好补充。

2020 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 199.56 亿元，较上年增长 25.53%，主要来自于房地产销售收入、大宗商品批发收入和物业服务收入的增加；综合毛利率 15.88%，较上年同期减少 4.95 个百分点，主要系土地一级开发业务毛利率下降所致。

2019 年，华发集团房地产板块投资及销售情况保持良好发展态势，较大规模的销售金额及项目储备为华发集团未来收入提供了有力保障。但房地产业务易受区域房地产市场行情、宏观调控及房

**地产政策等影响，未来收入及利润或将有所波动。**

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责。华发股份拥有房地产一级开发资质，作为华发集团合并范围内的上市子公司，拥有较为独立的经营权。

受益于项目储备的增加，近年来华发股份项目开发步伐不断加快，新开工面积、期末在建面积逐年大幅提升。截至 2019 年末，华发股份新开工面积同比增长 26.67%至 650.61 万平方米，新开工项目主要集中在武汉、珠海、中山和天津等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积 1,367.02 万平方米，较年初增长 36.13%；年内竣工面积 279.66 万平方米。2020 年一季度，华发股份新开工面积 156.24 万平方米，竣工面积 25.24 万平方米；期末在建面积 1,498.04 万平方米。

表 18 华发股份房地产开发业务指标（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2018 年	2019 年
新开工面积	513.64	650.61
竣工面积	178.57	279.66
期末在建面积	1,004.23	1,367.02
合同销售面积	194.87	395.91
合同销售金额	582.00	922.73
合同销售均价	2.99	2.33

资料来源：联合评级根据华发股份年度报告和华发集团提供资料整理

销售方面，2019 年销售均价下降较多，与其在不同城市的销售定位不同有一定关联。2020 年一季度，华发股份实现合同销售金额 152.48 亿元，合同销售面积 58.02 万平方米。

土地储备方面，截至 2019 年末，华发股份共拥有 34 个项目的土地储备，规划计容面积 697.48 万平方米，项目储备充足。华发集团在深耕珠海市场的基础上，布局华南、华中、华东、华北等经济较为发达地区的一二线城市及辐射的三四线城市。其中：华中地区、华东地区以武汉、上海、杭州为核心，土地储备占 54.02%；华南粤港澳大湾区区域以珠海、中山、江门为核心，土地储备占 33.93%；华北区域以北京、烟台、威海为核心，土地储备占 12.05%。区域布局进一步优化。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为华发集团未来销售收入提供支撑，另一方面也为华发集团带来了一定的资金压力。

**城市运营板块为华发集团的核心业务，其中土地一级开发业务收入规模较大且较为稳定，但 2019 年回款情况较差。华发集团土地储备规模较大，增值空间较大。但华发集团项目投资规模较大，未来仍存在较大的资金支出压力。**

华发集团城市运营板块主要由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，业务主要分为土地一级开发、商业地产以及其他项目建设。

华发集团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<sup>4</sup>。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（以下简称“珠海高新区管委会”）、珠海市富山工业园管理委员会和珠海市斗门区人民政府等签订土地一级开发协议/合作开发协议，由华发城市运营负责上述 7 个珠海核心区域的土地一级开发、市政基础设施建设等任务，资金由华发城市运营负责筹集。目前模式采用两种，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

<sup>4</sup> 珠海北站 TOD 系华发城市运营的子公司，珠海华发高新建设控股有限公司的参股项目，产生的土地出让收入由珠海市财政局扣除农业土地开发基金后，拨付给珠海高新区，珠海高新区将约定的部分收入分配给珠海华发高新建设控股有限公司，其将分配的部分收入确认为土地一级开发收入。

关税费用)等资金按一定比例返还给华发集团;第二种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集团所支付的土地一级开发成本后,华发集团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年,华发城市运营实现土地一级开发收入44.57亿元,较上年下降8.55%,收入主要来自十字门中央商务金湾航空新城区、高新区北围、珠海北站TOD及富山工业园等项目;2019年,华发城市运营土地一级开发业务获得回款11.40亿元,2019年回款情况较差。

表19 华发集团主要土地一级开发项目情况(单位:万平方米、宗、亿元、%)

项目	十字门中央商务区			金湾航空新城			保税区二期			高新区北围		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
土地出让数量	5	5	0	3	2	7	5	2	1	6	1	3
出让建筑面积	45.50	34.96	0.00	31.60	26.81	87.10	25.11	23.87	3.08	60.36	3.60	14.00
分成收入	12.80	12.00	0.00	13.42	5.48	28.97	3.18	2.14	0.29	15.98	7.76	9.54
结转开发成本	4.73	2.00	0.00	5.12	1.62	2.94	3.09	0.96	0.22	3.13	3.94	2.03
开发收益	8.07	10.00	0.00	8.31	3.85	26.03	0.09	1.18	0.07	12.85	3.82	1.97
毛利率	63.05	83.12	0.00	61.87	70.36	89.85	2.69	55.20	25.34	80.40	49.23	49.23
项目	珠海北站TOD			斗门一河两岸			富山工业园					
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年			
土地出让数量	5	8	4	0	1	0	0	5	1			
出让建筑面积	18.75	32.65	23.61	0.00	4.17	0.00	0.00	83.62	18.41			
分成收入	5.65	9.33	5.53	0.00	2.39	0.00	0.00	9.65	8.54			
结转开发成本	0.00	0.00	0.00	0.00	2.39	0.00	0.00	8.96	7.91			
开发收益	5.65	9.33	5.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.69	0.63			
毛利率	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.10	7.41			

资料来源:华发集团提供

截至2020年3月末,华发城市运营主要在建土地一级开发项目计划总投资366.60亿元,已完成投资182.96亿元。2020年4-12月、2021年和2022年,华发集团土地一级开发业务预计分别投资12.39亿元、20.35亿元和20.73亿元。

表20 截至2020年3月末华发集团土地一级开发项目在建情况(单位:平方公里、亿元)

项目	土地开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2020年4-12月	2021年	2022年
十字门中央商务区	5.77	81.60	65.03	3.06	3.50	4.50
金湾航空新城	3.80	35.00	32.47	0.72	0.85	0.96
保税区二期	2.30	20.00	12.60	0.32	3.00	3.20
高新区北围	8.60	140.00	28.76	0.59	2.00	2.50
富山产业新城	150.00	60.00	30.75	5.44	7.00	4.00
斗门一河两岸	10.00	20.00	8.24	1.44	2.00	3.50
珠海北站TOD	1.46	10.00	5.11	0.82	2.00	2.07
<b>合计</b>	<b>181.93</b>	<b>366.60</b>	<b>182.96</b>	<b>12.39</b>	<b>20.35</b>	<b>20.73</b>

资料来源:华发集团提供

华发城市运营经营性项目主要包括会展商务组团(二期)、富山智选小镇生活中心、高新北围智谷圆芯及富山科创中心等项目,建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO办公、商务公寓

等。华发城市运营利用自有资金拿地开展项目建设，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 2020 年 3 月末，华发城市运营自营项目计划总投资 154.58 亿元，已完成投资 49.40 亿元，未来仍需投入 105.18 亿元，投资规模较大。

除一级土地开发外，截至 2020 年 3 月末，华发集团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 52 宗，占地面积合计 218.52 万平方米、计容建筑面积 538.88 万平方米的土地使用权，账面价值 168.35 亿元，土地性质包括住宅、商业和公寓。

**华发集团大宗商品贸易规模较大，但毛利率水平相对较低，华发集团汽车销售业务收入占比整体较小，商贸服务板块对华发集团整体盈利贡献小。**

商贸服务板块为华发集团收入第一大来源，由珠海华发商贸控股有限公司及其下属的珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）和香港华发投资控股有限公司负责，业务主要包括大宗商品批发业务和汽车销售。

华发集团大宗商品批发业务采取以销订购的经营模式，待下游客户有实际订单后，再向上游供货商购货。受下游客户需求及华发集团风控要求等影响，近年来华发集团主要贸易品种有所变化：2019 年，华发集团持续扩大有色金属贸易规模，2019 年该品种收入占比超过 90%，成为大宗商品批发收入最重要的来源。从上下游及结算方式看，华发集团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。2019 年，华发集团前五大供货商采购金额占比 46.05%，集中度较上年有所下降（2018 年为 59.15%），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。2019 年，华发集团前五大销售商销售金额占比合计 27.12%，集中度较上年大幅下降（2018 年为 43.11%）。

华发集团汽车销售业务由华发商贸下属子公司华发汽车负责。近年来，中国乘用车需求趋于饱和导致华发汽车乘用车销量逐年下降。2019 年，华发集团实现汽车销售收入 4.29 亿元，小幅下降；同期，华发集团汽车销售业务毛利率较为稳定，毛利率为 7.32%。

**华发集团战略发展规划清晰，有利于其业务发展。**

“十三五”时期，在国企改革、粤港澳大湾区规划落实、珠海及横琴自贸区加速发展等众多因素支撑下，华发集团作为珠海市直属的综合性企业集团，面临良好的发展机遇。华发集团将以“创新驱动、战略引领、深化改革、提质增效”为思路，实现业务快速发展。

### 3. 财务分析

华发集团提供的 2019 年度合并财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。华发集团提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年 3 月末，华发集团拥有纳入合并范围的子公司共 580 家。2019 年，华发集团合并范围内新增子公司 153 家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司 10 家，无偿划入子公司 4 家，其余均为新设立子公司；无减少子公司情况。2020 年 1—3 月，华发集团新增纳入合并范围子公司 20 家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司 4 家，其余为新设子公司；无减少子公司情况。上述合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，对华发集团财务数据可比性影响较小。

华发集团资产总额有所增长，资产构成以存货、货币资金等流动资产为主，符合其房地产开发及土地一级开发为主业的特征。华发集团整体资产质量较好，但受限资产规模较大，对华发集团资产流动性产生一定影响。

截至 2019 年末，华发集团合并资产总额较年初增长 28.03%，主要是货币资金、存货、长期股权投资、投资性房地产等的资产；资产结构以流动资产为主。

表21 华发集团主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>2,321.90</b>	<b>82.16</b>	<b>3,006.42</b>	<b>83.09</b>	<b>3,473.42</b>	<b>84.37</b>
货币资金	349.35	12.36	451.76	12.49	641.53	15.58
存货	1,527.66	54.05	1,888.06	52.18	2,029.35	49.29
其他流动资产	152.92	5.41	266.65	7.37	290.68	7.06
<b>非流动资产</b>	<b>504.26</b>	<b>17.84</b>	<b>611.99</b>	<b>16.91</b>	<b>643.68</b>	<b>15.63</b>
可供出售金融资产	114.74	4.06	102.54	2.83	107.63	2.61
长期股权投资	180.44	6.38	235.62	6.51	247.98	6.02
固定资产	92.50	3.27	90.36	2.50	89.58	2.18
<b>资产总额</b>	<b>2,826.17</b>	<b>100.00</b>	<b>3,618.40</b>	<b>100.00</b>	<b>4,117.11</b>	<b>100.00</b>

资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

### 流动资产

受房地产项目开发持续投入及预收售房款增加等因素综合影响，华发集团流动资产快速增长；截至2019年末，华发集团流动资产较年初增长29.48%，主要是货币资金、存货、其他流动资产额增加；主要由存货、货币资金及其他流动资产等构成。

2019年末，华发集团货币资金较年初增长29.32%，主要由银行存款（占91.92%）及存放中央银行法定存款准备金（占4.60%）组成，其中受限货币资金36.85亿元，主要为存放中央银行法定存款准备金、质押存款和保证金。

华发集团存货主要由开发成本、开发产品、出租开发产品及库存商品等构成，其中开发成本以房地产项目为主，此外包括部分市政项目、土地开发成本。截至2019年末，华发集团存货较年初增长23.59%。其中，开发成本1,576.42亿元，较年初增加276.92亿元，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致。

截至 2019 年末，华发集团其他流动资产较年初增长 74.37%，主要系华发股份向合营企业、联营企业以及合作方拆出资金增加所致；主要由拆出款项及其他（202.57 亿元）、预交税费（48.27 亿元）和委托贷款（9.91 亿元）构成。

### 非流动资产

截至2019年末，华发集团非流动资产较年初增长21.36%，主要是长期股权投资和投资性房地产的增加；主要由长期股权投资、可供出售金融资产和固定资产构成。

截至 2019 年末，华发集团可供出售金融资产中可供出售债务工具 31.96 亿元，其余为可供出售权益工具。

截至 2019 年末，华发集团长期股权投资较年初增长 30.58%至 235.62 亿元，系增加对金融类及房地产类参股子公司的投资。其中部分华发集团控股企业因其资本金由财政承担，华发集团不参与经营，不享有经营收益，因此未纳入合并范围。

截至2019年末，华发集团固定资产较年初下降2.32%。固定资产主要由房屋及建筑物(占91.33%)构成，累计计提折旧 19.65 亿元；固定资产成新率为 81.97%，成新率尚可。

截至 2020 年 3 月末，华发集团资产总额 4,117.11 亿元，较年初增长 13.78%，主要系融资资金

沉淀、华发财务加大银行授信提款额度和债券发行额度以补充流动性及对房地产开发持续投入导致，资产构成较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，华发集团受限资产账面价值合计 739.20 亿元，受限比例 17.95%，受限资产以存货、货币资金、固定资产和投资性房地产为主，受限资产规模较大。

随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，华发集团负债总额有所增加；华发集团债务规模大，债务负担较重。

截至 2019 年末，华发集团负债总额较年初增长 29.62%，主要是房地产业务增长带动预收款项、应付账款，加之其他应付款、长期借款等增加；主要以流动负债为主。

表22 华发集团主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>1,272.78</b>	<b>64.75</b>	<b>1,574.10</b>	<b>61.78</b>	<b>1,816.05</b>	<b>60.52</b>
短期借款	175.61	8.93	189.30	7.43	270.76	9.02
应付账款	69.24	3.52	123.01	4.83	151.20	5.04
预收款项	408.00	20.76	595.70	23.38	25.12	0.84
其他应付款	127.49	6.49	163.76	6.43	184.04	6.13
一年内到期的非流动负债	298.40	15.18	256.80	10.08	239.32	7.98
合同负债	--	--	--	--	539.94	17.99
其他流动负债	110.71	5.63	122.98	4.83	245.66	8.19
<b>非流动负债</b>	<b>692.80</b>	<b>35.25</b>	<b>973.64</b>	<b>38.22</b>	<b>1,184.74</b>	<b>39.48</b>
长期借款	374.00	19.03	524.19	20.57	724.64	24.15
应付债券	309.00	15.72	410.82	16.12	419.07	13.97
<b>负债合计</b>	<b>1,965.59</b>	<b>100.00</b>	<b>2,547.74</b>	<b>100.00</b>	<b>3,000.79</b>	<b>100.00</b>

资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，华发集团流动负债较年初增长 23.67%，主要是房地产业务增长带动预收款项、应付账款，加之其他应付款增加；主要为预收款项、短期借款、其他应付款、应付账款及一年内到期的非流动负债。

截至 2019 年末，华发集团短期借款较年初增长 7.80%，以保证借款（71.47 亿元）、信用借款（67.34 亿元）和抵押借款（50.47 亿元）为主。

华发集团应付账款主要为与房地产开发相关的应付工程款、材料款等，截至 2019 年末，华发集团应付账款较年初增长 77.67%，主要系房地产开发业务扩张导致未结算工程及材料款增加。

华发集团预收款项主要为华发股份预收售房款；截至 2019 年末，华发集团预收款项较年初增长 46.01%，主要系上海静安府、沈阳华发新城、苏州姑苏院子、苏州太仓院子等项目开启预售所致（预收房款期末余额合计 579.39 亿元）。

截至 2019 年末，华发集团其他应付款较年初增长 28.45%，主要由往来及拆借款（96.11 亿元）、土地增值税准备金（33.24 亿元）、代收款（11.92 亿元）等构成。

截至 2019 年末，华发集团一年内到期的非流动负债较年初下降 13.94%，主要为一年内到期的长期借款（占 63.02%）和一年内到期的应付债券（占 35.17%）。

截至 2019 年末，华发集团其他流动负债较年初增长 11.09%，主要由超短期融资券（78.40 亿元）、美元境外私募债（20.78 亿元）和短期收益凭证（14.79 亿元）等构成，已将其中有息部分调整至短期债务计算。

截至 2019 年末，华发集团非流动负债较年初增长 40.54%，以长期借款和应付债券为主。

截至 2019 年末，华发集团长期借款较年初增长 38.24%，主要为保证借款（占 50.18%）和抵押借款（占 34.51%）。

截至 2019 年末，华发集团应付债券较年初增加 101.82 亿元。

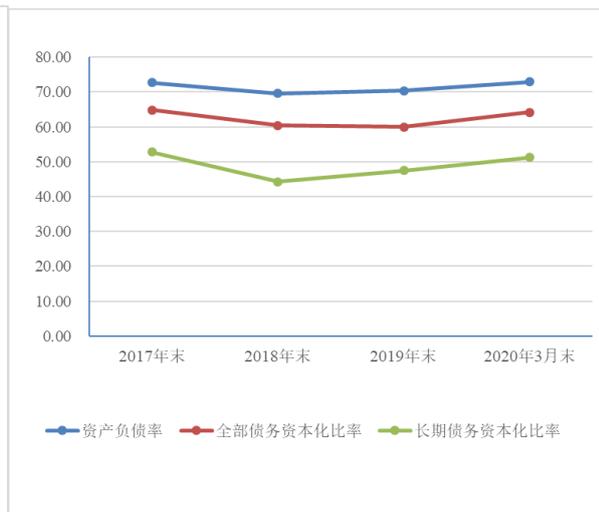
截至 2019 年末，华发集团新增其他非流动负债 30.62 亿元，系华发股份发行的租赁住房资产支持专项计划、购房尾款资管计划和商业地产抵押贷款支持票据。华发集团其他非流动负债均为有息债务，已纳入至长期债务计算。

图 1 华发集团长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

图 2 华发集团资本结构分析（单位：%）



资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，华发集团全部债务 1,599.67 亿元，较年初增长 21.77%，主要是长期借款、应付债券及其他非流动负债增加所致。其中，短期债务占 39.61%，长期债务占 60.39%，以长期债务为主。短期债务 633.69 亿元，较年初增长 0.48%。长期债务 965.98 亿元，较年初增长 41.42%。截至 2019 年末，华发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.41%、59.91% 和 47.43%，较年初分别增加 0.86 个百分点、减少 0.52 个百分点和增加 3.18 个百分点。华发集团债务负担较重。

截至 2020 年 3 月末，华发集团负债总额较年初增长 17.78%，主要系通过银行借款和超短期融资券融资所致，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，华发集团新增合同负债 539.94 亿元，系将构成合同关系的预收房款自预收款项调整转入所致。截至 2020 年 3 月末，华发集团全部债务 2,000.87 亿元，较年初增长 24.89%，主要是长期借款和短期借款的增加。其中，短期债务 826.06 亿元（占 41.29%），较年初增长 29.85%。长期债务 1,174.81 亿元（占 58.71%），较年初增长 21.62%。截至 2020 年 3 月末，华发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.89%、64.19% 和 51.28%，较年初分别增加 2.48 个百分点、4.28 个百分点和 3.85 个百分点。

如将华发集团及子公司发行的永续类债权产品计入长期债务，截至 2020 年 3 月末，华发集团全部债务增至 2,323.28 亿元；其中，短期债务 826.06 亿元（占 35.56%），长期债务 1,497.22 亿元（占 64.44%）。截至 2020 年 3 月末，华发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.72%、74.53% 和 65.35%，较调整前分别增加 7.83 个百分点、10.34 个百分点和 14.07 个百分点。

华发集团所有者权益规模有所增长，资本实力显著增长，权益稳定性一般。

受发行永续债及少数股东权益增长等因素影响截至 2019 年末，华发集团所有者权益合计 1,070.67 亿元，较年初增长 24.41%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 35.12%，少数股东权益占比为 64.88%。归属于母公司所有者权益 375.98 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.98%、46.50%、2.60% 和 11.00%，所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，华发集团所有者权益 1,116.32 亿元，较年初增长 4.26%，主要系华发综合发展发行永续期公司债“20 华综 Y1”及华发股份少数股东权益增加等原因所致，所有者权益结构变化不大。

受益于房地产、大宗商品贸易等收入的增加，华发集团营业收入快速增长，投资收益对华发集团利润形成了良好补充，华发集团整体盈利能力尚可。

受房地产销售收入及大宗商品贸易收入等增长影响，2019 年华发集团营业收入快速增长；同期，华发集团营业成本、利润总额亦快速上涨。

表 23 华发集团盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
营业收入	532.79	792.69	199.57
营业成本	422.44	645.65	167.88
费用总额	52.17	61.98	11.91
其中：销售费用	10.21	14.08	1.99
管理费用	27.09	35.31	7.69
财务费用	14.84	11.72	2.24
费用收入比	9.79	7.82	5.97
投资收益	18.24	21.73	3.46
利润总额	56.16	73.67	18.15
净利润	40.68	50.51	14.43
营业利润率	16.77	14.35	12.41
总资本收益率	3.14	3.01	--
净资产收益率	5.48	5.23	--

注：2020 一季度数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

期间费用方面，从期间费用看，2019 年，华发集团期间费用总额为 61.98 亿元，较上年增长 18.81%，主要系销售费用和管理费用增长所致。从构成看，华发集团销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 22.71%、56.97% 和 18.91%，以管理费用为主。2019 年，华发集团费用收入比为 7.82%，较上年小幅下降，华发集团费用控制能力尚可。

受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为华发集团利润的重要补充，2019 年，华发集团投资收益有所增长。从构成看，2019 年华发集团投资收益中按权益法核算的长期股权投资实现投资收益 10.85 亿元，主要来自华润银行等；交易性金融资产在持有期间取得的投资收益 4.02 亿元，主要来自持有的债券、理财产品等；持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 5.04 亿元，主要为持有的股权投资基金、债券投资等。从盈利指标看，2019 年，华发集团营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均有所下降，华发集团整体盈利能力尚可。

2020 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 199.57 亿元，较上年同期增长 27.61%，主要系大宗商品贸易收入增长所致。2020 年 1—3 月，实现净利润 14.43 亿元，较上年同期增长 10.35%。

华发集团经营活动现金流入规模较大，收入实现质量良好，华发集团较大规模的购地支出、对外投资等使得投资活动持续净流出，投资活动支出依赖筹资活动来平衡。

表 24 华发集团现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
经营活动产生的现金流量净额	110.62	218.28	60.73
投资活动产生的现金流量净额	-358.72	-444.48	-126.43
筹资活动产生的现金流量净额	371.13	320.31	318.51
现金及现金等价物净增加额	123.13	95.35	252.66
现金收入比	122.11	122.08	108.78

资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

经营活动方面，2019 年，随着大宗商品贸易量的提升和房地产销售规模的扩大，华发集团经营活动现金流入量快速增长；华发集团经营活动现金流出量持续增长，主要系房地产、土地一级开发等项目投入规模增加以及贸易业务扩张所致。2019 年，华发集团经营活动净现金流仍表现为净流入，华发集团现金收入比基本稳定，收入实现质量保持在较高水平。

投资活动方面，2019 年，华发集团投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金，华发集团投资活动现金流出主要为购置土地、项目建设以及对外股权、债权等现金支出。2019 年，华发集团投资活动现金流仍为净流出且净流出规模继续扩大。

筹资活动方面，华发集团房地产、土地一级开发等项目建设资金需求较大，2019 年，华发集团筹资活动现金流入持续增长，华发集团主要通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。华发集团筹资活动现金流出持续增长，主要为偿还债务本息支付的现金。2019 年，华发集团筹资活动现金呈持续净流入，且净流入规模波动增长。

2020 年 1—3 月，华发集团经营活动现金流呈净流入，投资活动现金流有较大规模的净流出，筹资活动有大幅的净流入，且净流入规模达到 2019 年全年的 99.44%。

华发集团偿债指标稳中有增，短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，考虑到华发集团资产中土地、股权投资、金融资产等增值前景良好，未来土地一级开发、房地产和金融业务收益可观及珠海市政府对华发集团的有力支持，华发集团整体偿债能力极强。

表 25 华发集团偿债能力指标（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
流动比率	1.82	1.91	1.91
速动比率	0.62	0.71	0.80
现金短期债务比	0.76	1.02	0.90
EBITDA 利息倍数	1.19	1.36	--
EBITDA 全部债务比	0.06	0.06	--

资料来源：华发集团财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2019 年，华发集团流动比率和速动比率均小幅增长，现金短期债务比小幅增长。截至 2020 年 3 月末，华发集团流动比率较年初维持稳定，速动比率较年初有所增长，现金短期债务比较年初有所下降。整体看，华发集团短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，华发集团 EBITDA 较上年增长 22.70% 至 101.66 亿元；从构

成看，EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 22.01%）和利润总额（占 72.46%）构成。2019 年，华发集团 EBITDA 利息倍数有所增长，EBIDA 全部债务比保持稳定。整体看，华发集团长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月末，华发集团共获得金融机构授信额度 2,661.48 亿元，尚未使用 1,578.11 亿元，华发集团间接融资渠道畅通。另外，华发集团合并范围内拥有 4 家主板上市公司，控股非合并 1 家上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月末，华发集团对外担保余额 42.44 亿元，担保比率 3.80%。其中，华发股份为关联方珠海琴发实业有限公司提供担保余额 20.64 亿元，为关联方珠海正汉置业有限公司提供担保余额 1.49 亿元，为关联方珠海市碧海碧桂园房地产开发有限公司提供担保余额 7.73 亿元；华发集团为华金资本提供担保余额 2.70 亿元，为珠海容闯学校向交通银行珠海分行借款提供担保余额 1.00 亿元。总体看，华发集团担保比率较低，或有负债风险可控。

截至 2020 年 3 月末，华发集团无涉案金额超过 500 万的重大未决诉讼案件。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G10440401000391600），截至 2019 年 4 月 30 日，华发集团本部存在 8 笔已结清的不良和关注类贷款记录，均已正常收回。

**华发集团母公司盈利主要来自子公司贡献投资收益，母公司对子公司管控力度较强。母公司所有者权益稳定性弱，收入规模较小，利润主要依靠投资收益。母公司债务负担较重。**

华发集团主营业务主要由各子公司具体运营，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 434.27 亿元，较年初增长 43.98%，主要系货币资金及长期股权投资大幅增长所致。母公司资产中，流动资产占 45.34%，非流动资产占 54.66%，母公司资产结构较为均衡。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 42.29%）、其他应收款（占 45.23%）和其他流动资产（占 11.88%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 5.35%）和长期股权投资（占 93.00%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 83.27 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 305.99 亿元，较年初增长 42.72%，主要是短期借款和应付债券增加所致。其中，流动负债占 63.57%，非流动负债占 36.43%，母公司负债以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 53.46%）、一年内到期的非流动负债（占 10.57%）和其他流动负债（占 33.42%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 18.66%）和应付债券（占 80.74%）构成。2019 年，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.46% 和 70.07%，较上年分别减少 0.62 个百分点和 0.66 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 128.29 亿元，较年初增长 47.08%，主要系母公司发行永续类债权产品所致。其中，实收资本为占 8.73%、资本公积占 7.41%、未分配利润合计占 -20.88%、其他权益工具占 102.83%，未分配利润对资本形成一定侵蚀，所有者权益稳定性弱。

2019 年，母公司营业收入为 1.68 亿元，投资收益为 13.19 亿元，净利润为 8.19 亿元。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 535.15 亿元，较年初增长 23.23%，主要系母公司获得的外部融资资金较多所致。母公司所有者权益为 139.10 亿元。2020 年 1—3 月，母公司营业收入 44.36 万元，净利润 -1.90 亿元。

#### 4. 债权保护效果

以 2019 年底财务数据测算（本评级报告跟踪债券剩余本金规模为 70.00 亿元），剩余本金规模 70.00 亿元占华发集团的资产总额（3,618.40 亿元）、所有者权益总额（1,070.67 亿元）的比例分别为 1.93% 和 6.54%。2019 年华发集团实现营业收入 792.69 亿元，对剩余本金保障倍数为 11.32 倍，

考虑到华发集团业务多元化，资本实力很强，其担保对于公司债券剩余本金信用水平具有积极影响。

## 九、综合评价

公司作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台，区域地位突出，受股东和政府支持力度大。目前已基本实现金融产业全牌照，资本实力很强，具有很强的综合实力。2019年，公司股东对公司增资合计125.00亿元，资本实力大幅提升，公司营业收入保持增长，资产流动性较好，杠杆水平下降并处于适中水平。

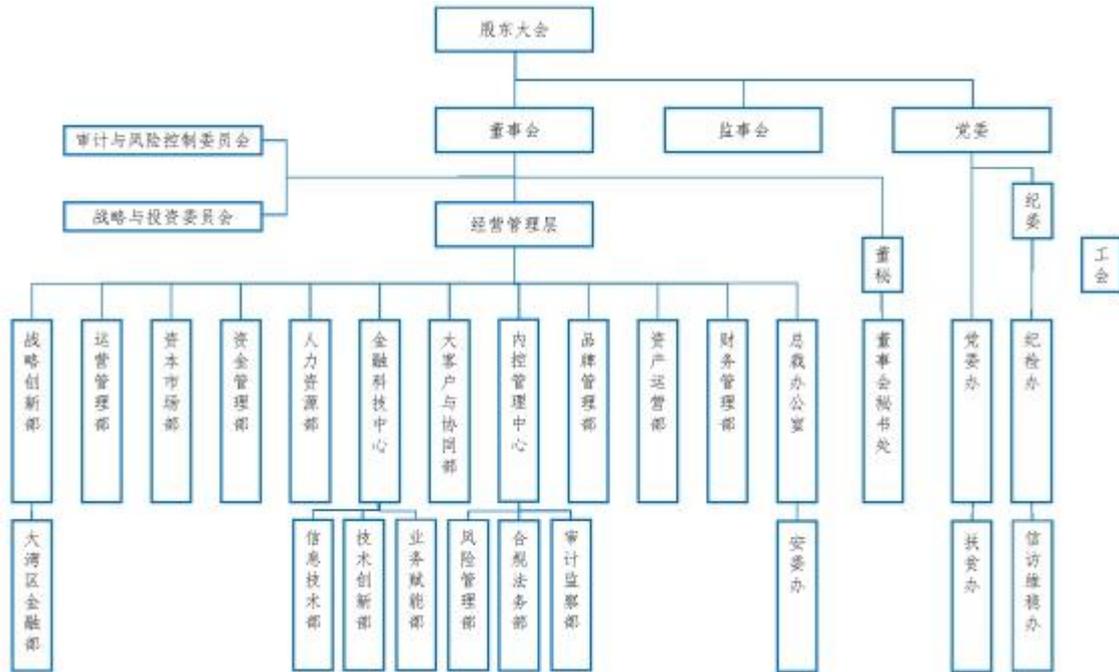
联合评级同时也关注到，公司盈利对子公司形成的投资收益依赖度较高，作为主要收入来源的华金证券易受监管政策和证券市场波动的影响；同时，公司一年内到期债务占比高，存在一定集中兑付压力。

随着公司战略的稳步推进及资本实力的进一步增强，未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。

担保方华发集团资本实力很强，跟踪期内营业收入快速增长，具有很强的竞争力，其提供的全额不可撤销连带责任保证担保对“19珠控01”“19珠纾02”“19珠控02”“20华控01”“20华控02”信用水平具有积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“19珠控01”“19珠纾02”“19珠控02”“20华控01”“20华控02”的债项信用等级为AAA。

### 附件 1 截至 2020 年 3 月末珠海华发投资控股有限公司 组织结构图



## 附件 2 珠海华发投资控股有限公司 合并口径主要财务指标

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	395.99	555.54
所有者权益（亿元）	188.70	334.61
短期债务（亿元）	131.97	73.13
长期债务（亿元）	28.88	102.07
全部债务（亿元）	160.85	175.20
营业总收入（亿元）	8.13	15.38
净利润（亿元）	8.33	7.96
EBITDA（亿元）	14.02	16.49
经营性净现金流（亿元）	61.99	-24.67
总资本收益率（%）	3.82	3.48
总资产报酬率（%）	3.76	3.39
净资产收益率（%）	4.77	3.04
归母净资产收益率（%）	5.38	3.03
营业利润率（%）	55.86	63.60
费用收入比（%）	136.21	105.28
资产负债率（%）	52.35	39.77
全部债务资本化比率（%）	46.02	34.37
长期债务资本化比率（%）	13.27	23.37
流动比率（倍）	0.95	2.90
速动比率（倍）	0.90	2.76
经营现金流动负债比率（%）	34.91	-20.87
EBITDA 利息倍数（倍）	3.20	2.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.09
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.20	0.24

### 附件 3 珠海华发投资控股有限公司 母公司口径主要财务指标

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	156.67	322.62
负债总额（亿元）	52.45	95.81
所有者权益（亿元）	104.22	226.81
营业总收入（亿元）	0.34	0.48
净利润（亿元）	0.19	0.86
经营性净现金流（亿元）	7.56	-9.50
资产负债率（%）	33.48	29.70
短期债务（亿元）	21.71	6.21
全部债务（亿元）	36.65	93.23
流动比率（倍）	0.62	10.68
速动比率（倍）	0.62	10.68
EBITDA（亿元）	1.75	3.29
EBITDA 利息倍数（倍）	1.14	1.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04

## 附件 4 珠海华发集团有限公司 合并口径主要计算指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
资产总额 (亿元)	2,826.17	3,618.40	4,117.11
所有者权益 (亿元)	860.58	1,070.67	1,116.32
短期债务 (亿元)	630.69	633.69	826.06
长期债务 (亿元)	683.05	965.98	1,174.81
全部债务 (亿元)	1,313.73	1,599.67	2,000.87
营业收入 (亿元)	532.79	792.69	199.57
净利润 (亿元)	40.68	50.51	14.43
EBITDA (亿元)	82.86	101.66	--
经营性净现金流 (亿元)	110.62	218.28	60.73
应收账款周转次数 (次)	21.81	17.87	--
存货周转次数 (次)	0.30	0.38	--
总资产周转次数 (次)	0.21	0.25	--
现金收入比率 (%)	122.11	122.08	108.78
总资本收益率 (%)	3.14	3.01	--
总资产报酬率 (%)	3.03	2.98	--
净资产收益率 (%)	5.48	5.23	--
营业利润率 (%)	16.77	14.35	12.41
费用收入比 (%)	9.79	7.82	5.97
资产负债率 (%)	69.55	70.41	72.89
全部债务资本化比率 (%)	60.42	59.91	64.19
长期债务资本化比率 (%)	44.25	47.43	51.28
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.19	1.36	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.06	--
流动比率 (倍)	1.82	1.91	1.91
速动比率 (倍)	0.62	0.71	0.80
现金短期债务比 (倍)	0.76	1.02	1.12
经营现金流动负债比率 (%)	8.69	13.87	3.34
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.18	1.45	--

## 附件 5 珠海华发集团有限公司 主要计算指标（本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
资产总额（亿元）	301.61	434.27	535.15
所有者权益（亿元）	87.22	128.29	139.10
短期债务（亿元）	163.97	189.55	139.26
长期债务（亿元）	46.80	110.80	140.70
全部债务（亿元）	210.77	300.35	279.96
营业收入（亿元）	0.89	1.68	0.00
净利润（亿元）	1.40	8.19	-1.90
EBITDA（亿元）	8.64	19.56	--
经营性净现金流（亿元）	-110.14	3.85	-0.26
应收账款周转次数（次）	34.66	34.82	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.004	0.005	--
现金收入比率（%）	26.25	137.44	161.34
总资本收益率（%）	3.73	5.33	--
总资产报酬率（%）	3.67	5.26	--
净资产收益率（%）	1.73	7.60	--
营业利润率（%）	90.43	62.34	31.35
费用收入比（%）	784.55	358.88	46,250.45
资产负债率（%）	71.08	70.46	74.01
全部债务资本化比率（%）	70.73	70.07	66.81
长期债务资本化比率（%）	34.92	46.34	50.29
流动比率（倍）	1.04	1.01	1.13
速动比率（倍）	1.03	1.01	1.13
现金短期债务比（倍）	0.20	0.44	1.17
经营现金流动负债比率（%）	-65.99	1.98	-0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	1.21	1.75	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.07	--

## 附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

自有资产=总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额

自有负债=总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款-信用交易代理买卖证券款-结构化主体其他份额持有人投资份额

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

## 附件 7 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。