

信用评级公告

联合〔2021〕5447号

联合资信评估股份有限公司通过对珠海华发投资控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持珠海华发投资控股集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“21华控01”“20华控02”“20华控01”“19珠控02”“19珠纾02”“19珠控01”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：



二〇二一年六月二十八日

珠海华发投资控股集团有限公司

公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
珠海华发投资控股集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
珠海华发集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华控 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华控 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华控 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 珠控 02	AAA	稳定	AAA	稳定
19 珠纾 02	AAA	稳定	AAA	稳定
19 珠控 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 华控 01	6.00 亿元	6.00 亿元	2026/1/19
20 华控 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/4/14
20 华控 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/3/16
19 珠控 02	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/8/26
19 珠纾 02	20.00 亿元	20.00 亿元	2024/3/19
19 珠控 01	25.00 亿元	25.00 亿元	2024/1/28

注：其中“20 华控 02”“20 华控 01”“19 珠控 02”“19 珠纾 02”“19 珠控 01”由珠海华发集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2021 年 6 月 28 日

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对珠海华发投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“华发投控”）的跟踪评级反映了其作为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”）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很大。公司金融产业牌照齐全，资本实力很强，具有很强的综合实力；2020 年，公司业务经营情况良好，整体营业收入持续增长，资本实力进一步增强，资产流动性较好，杠杆水平保持较低水平；公司主要子公司华金证券股份有限公司（以下简称“华金证券”）作为全国性的综合类证券公司，业务资质齐全，资本充足性较好。同时，公司股东珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）在资本补充和资源获取等方面继续给予公司很大支持。

联合资信同时也关注到，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。

本报告跟踪债券中“20 华控 02”“20 华控 01”“19 珠控 02”“19 珠纾 02”“19 珠控 01”由华发集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。华发集团是珠海市国资委直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为四大核心业务，商贸服务、现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具有显著优势，华发集团提供的担保能够对存续债券的偿还起到一定的积极作用；但华发集团房地产及土地一级开发业务易受宏观政策影响、有息债务快速增长、债务负担重等因素对其信用水平带来了一定的不利影响。

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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 华控 01”“20 华控 02”“20 华控 01”“19 珠控 02”“19 珠纾 02”“19 珠控 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	7
		资本结构		1
		偿债能力		2
		调整因素和理由		
控股股东为华发集团，实控人为珠海市国资委，股东实力很强，对公司支持力度很大				+1

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

分析师：贾一晗 张晨露

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

优势

1. 公司区域地位突出，受政府股东支持力度很大，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；公司利用珠海连接粤港澳的区位优势和横琴自贸区先行先试的政策优势，通过新设或收购等方式，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. 2020 年公司收入及利润均同比增长，另外随着股东增资，资本实力进一步增强。2020 年公司证券及资产管理板块发展情况较好，公司收入及利润均同比增长；另外，受益于股东增资，公司资本实力进一步增强。
3. 华发集团产业及区域竞争优势明显。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首位

关注

1. 公司对投资收益依赖度较高，易受环境影响。公司主营业务收入对华金证券以及联合合营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. 华发集团有息债务快速增长，整体债务负担重。随着地产业务及金融板块对外投资规模不断扩张，华发集团有息债务规模快速增长，年均复合增长率为 30.67%；截至 2021 年 3 月末，华发集团全部债务资本化比率为 63.34%。
3. 华发集团母公司权益稳定性弱，债务负担很重。截至 2021 年 3 月末，华发集团母公司所有者权益 290.44 亿元，其中其他权益工具（永续债）237.70 亿元，华发集团母公司实际债务负担很重。

发行人主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	395.99	555.54	611.53
负债总额（亿元）	207.29	220.93	239.30
所有者权益（亿元）	188.70	334.61	372.23
归属于母公司所有者权益（亿元）	108.89	239.54	273.88
短期债务（亿元）	131.97	73.13	52.76
全部债务（亿元）	160.85	175.20	185.66
营业收入（亿元）	8.13	15.38	19.15
投资收益（亿元）	15.48	14.50	14.35
利润总额（亿元）	9.61	9.15	15.90
EBITDA（亿元）	14.02	16.49	21.83
筹资前净现金流（亿元）	-6.87	-88.05	-46.48
营业利润率（%）	55.86	63.60	77.53
净资产收益率（%）	4.77	3.04	4.11
资产负债率（%）	52.35	39.77	39.13
全部债务资本化比率（%）	46.02	34.37	33.28
EBITDA 利息倍数（倍）	3.20	2.11	3.37
全部债务/EBITDA（倍）	11.47	10.63	8.51
公司本部			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	156.67	322.62	401.65
所有者权益（亿元）	104.22	226.81	280.70
全部债务（亿元）	24.11	93.23	112.08
营业收入（亿元）	0.34	0.48	1.40
投资收益（亿元）	1.75	3.10	5.67
利润总额（亿元）	0.19	0.86	4.94
净资产收益率（%）	0.18	0.52	1.95
资产负债率（%）	33.48	29.70	30.11
全部债务资本化比率（%）	18.79	29.13	28.53

担保方主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	2826.17	3618.40	4877.83	5189.81
所有者权益（亿元）	860.58	1070.67	1342.73	1365.33
营业收入（亿元）	532.79	792.69	1091.90	267.36
利润总额（亿元）	56.16	73.67	79.30	20.81
净资产收益率（%）	4.73	4.72	4.13	--
流动比率（倍）	182.43	190.99	186.69	184.98
EBITDA（亿元）	82.86	101.66	126.79	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.36	1.19	/
全部债务/EBITDA（倍）	15.86	15.73	17.69	/

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均指合并口径；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2021 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化
资料来源：公司及华发集团审计报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 华控 01	AAA	AAA	稳定	2021/1/14	陈凝 卢芮欣	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 华控 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/18	陈凝 卢芮欣	(原联合信用评级有限公司)工商企业信用评级方法总论(2018年)	阅读全文
		AAA		2020/5/25	陈凝 卢芮欣		阅读全文
		AA+		2020/3/27	陈凝 张晨露		阅读全文
20 华控 01	AAA	AAA	稳定	2020/6/18	陈凝 卢芮欣	(原联合信用评级有限公司)工商企业信用评级方法总论(2018年)	阅读全文
		AAA		2020/5/25	陈凝 卢芮欣		阅读全文
		AA+		2020/3/6	陈凝 张晨露		阅读全文
19 珠控 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/18	陈凝 卢芮欣	(原联合信用评级有限公司)工商企业信用评级方法总论(2018年)	阅读全文
		AAA		2020/5/25	陈凝 卢芮欣		阅读全文
		AA+		2019/8/9	陈凝 张晨露		阅读全文
19 珠纤 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/18	陈凝 卢芮欣	(原联合信用评级有限公司)工商企业信用评级方法总论(2018年)	阅读全文
		AAA		2020/5/25	陈凝 卢芮欣		阅读全文
		AA+		2019/3/4	刘克东 张晨露		阅读全文
19 珠控 01	AAA	AAA	稳定	2020/6/18	陈凝 卢芮欣	(原联合信用评级有限公司)工商企业信用评级方法总论(2018年)	阅读全文
		AAA		2020/5/25	陈凝 卢芮欣		阅读全文
		AA+		2019/1/14	刘克东 张晨露		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评级模型均无版本编号

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

分析师： 

联合资信评估股份有限公司



珠海华发投资控股集团有限公司

公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于珠海华发投资控股集团有限公司（以下简称“华发投控”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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（2020 年 1 月，名称变更为“珠海华发投资控股有限公司”），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。

2019 年 6 月，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%。

2019 年 11 月，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，公司注册资本从 84.01 亿元增加至 124.01 亿元，已全部实缴。

2020 年 7 月，华发投控名称变更为现名。

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”）于 2020 年 12 月出具了《关于对珠海华发投资控股集团有限公司增资不超过 150 亿元的备案意见》（珠国资〔2020〕420 号），同月，华发集团及华发综合对公司同比例增资 50 亿元。其中 25.33 亿元计入实收资本，24.67 亿元计入资本公积。截至 2020 年末，公司实收资本变更为 149.34 亿元。华发集团持有公司 57.74% 股权，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。

2021 年 2 月，华发集团和华发综合同比例增资 20 亿元，其中 10.13 亿元计入实收资本，9.87 亿元计入资本公积，2021 年 3 月，公司完成工商变更，注册资本增至 200.00 亿元，2021 年 6 月，华发集团和华发综合同比例增资 30 亿元，截至出报告日，公司实收资本为 174.67 亿元。

截至 2021 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 2021 年 3 月末公司股东持股情况（单位：%）

股东名称	持股比例
珠海华发集团有限公司	57.74
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 年末，公司设有战略创新部、运营管理部、资本市场部、合规法务部、风险管理部等职能部门。截至 2020 年末，公司纳入合并范围的子公司有 48 家，主要包括华金期货、珠海华金融资担保有限公司（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（以下简称“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”）、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 52 家。截至 2021 年 5 月末，公司合计拥有员工 1721 人。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 611.53 亿元；负债总额 239.30 亿元，其中代理买卖证券款 12.90 亿元；所有者权益 372.23 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 273.88 亿元。2020 年，公司实现营业收入 19.15 亿元，利润总额 15.90 亿元，净利润 14.53 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 12.23 亿元；经营活动现金流量净额 14.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.07 亿元。

公司注册地址：广东省珠海市横琴新区荣澳道 83 号 3 幢（横琴金融产业服务基地 5 号楼）；法定代表人：李光宁。

三、债券概况及募集资金使用情况

本报告跟踪债券情况详见下表，募集资金

均已按指定用途使用，其中，“20 华控 02”“20 华控 01”“19 珠控 02”“19 珠纾 02”“19 珠控 01”已在付息日正常付息，“21 华控 01”尚未到首次付息日。

表 2 截至报告出具日跟踪债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 华控 01	6.00	6.00	2021/1/19	5（3+2）年
20 华控 02	10.00	10.00	2020/4/14	5 年
20 华控 01	10.00	10.00	2020/3/16	5 年
19 珠控 02	5.00	5.00	2019/8/26	5（3+2）年
19 珠纾 02	20.00	20.00	2019/3/19	5（3+2）年
19 珠控 01	25.00	25.00	2019/1/28	5 年

资料来源：公司债券年报，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第

三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 3 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年 平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年

有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季

度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，**投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析及区域经济

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

(1) 行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，2018年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至2020年底，上交所和深交所上市的公司合计4154家；股票市场总市值为79.72万亿元，较2019年底增长34.46%；平均市盈率为25.64倍，较2019年增长5.29个倍数。2020年全部A股成交额为206.02万亿元，日均成交额为0.85万亿元，同比增长63.05%。截至2020年底，市场融资融券余额为1.62万亿元，较2019年底增长58.84%，其中融资余额占比为91.54%，融券余额占比为8.46%。股票一级市场发行方面，2020年，上交所和深交所共实际募集资金1.67万亿元，同比

增长8.20%，共完成IPO为396家、增发362家、配股18家、优先股8家，可转债和可交债分别为206家和41家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2017年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计，截至2020年底，债券余额为114.30万亿元，较2019年底增长17.72%。债券发行方面，2020年境内共发行各类债券5.03万只，发行额达56.89万亿元，同比增长25.90%。2020年境内债券交易总金额为1282.19万亿元。其中，现券交易成交金额为241.09万亿元，回购交易成交金额为893.97万亿元，同业拆借147.13万亿元。

图1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

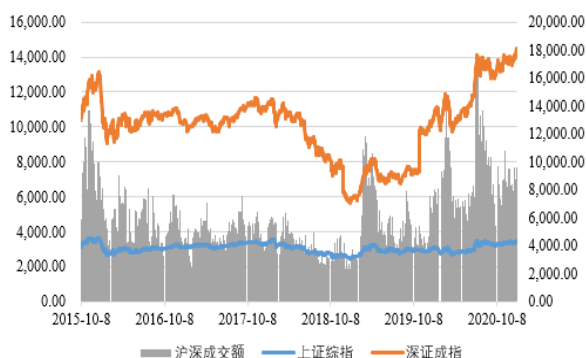
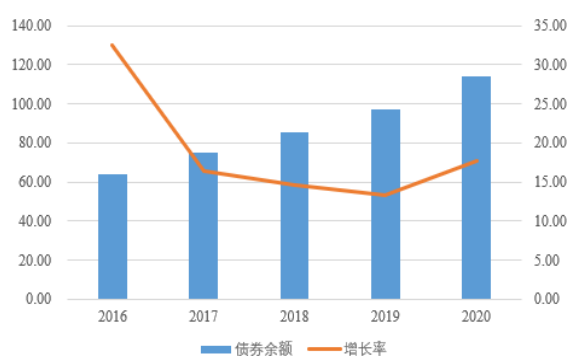


图2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开

透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”

“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019年6月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7月22日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020年6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表4 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

资料来源：中国证券业协会

2020年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较2019年有所提升。截至2020年底，139家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，

较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年底增长12.35%。2020年，139家证券公司实现营业收入4484.79亿元，实现净利润1575.34亿元，分别同比增长24.41%和27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有127家公司实现盈利。

（2）行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进

证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

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。

2020年2月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020年3月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册

制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

（3）业务分析

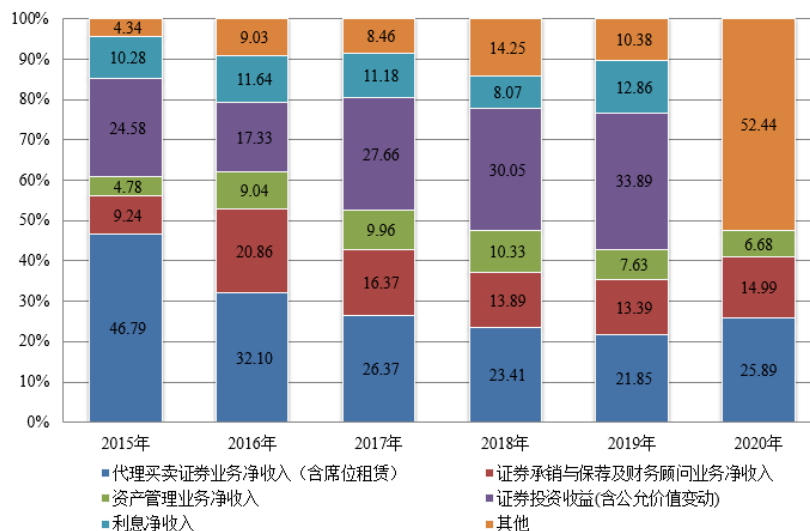
我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比升至30%以上，

投行和经纪业务收入占比下降。2019年，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。

2020年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露2020年全年行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019

年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)787.63亿元，同比增长26.34%。2020年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)1161.10亿元，同比增长47.42%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑以及科创板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，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；年末再融资、并购重

组政策松绑为 2020 年投行业务增长蓄力。2020 年以来, A 股 IPO 审核家数及过会率明显提升, 2020 年, 发审委审核 IPO 家数 634 家, 其中 605 家通过审核, 过会率达 95.43%, 远高于 2019 年全年 277 家审核家数、247 家通过家数及 89.17% 的通过率。2020 年, IPO 发行规模合计 4699.63 亿元, 发行家数 396 家, 分别同比增长 85.57% 和 95.07%。受再融资新规利好政策影响, 2020 年, 再融资规模 8854.34 亿元, 同比增长 26.10%, 扭转下降趋势。科创板方面, 2020 年共有 229 家科创类公司提交上交所上市委审核, 218 家获得通过, 通过率很高, 预计募集资金规模 2262.60 亿元。债券市场方面, 2020 年, 证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资, 2020 年证券公司承销各类债券金额 10.05 万亿元, 同比增长 32.09%。基于上述因素, 2020 年, 全行业实现投资银行业务净收入 672.11 亿元, 同比增长 39.26%。

就市场格局来看, 证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景, 在大型融资项目上具有明显的竞争优势, 几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目, 显示该业务集中度较高。2020 年, 股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 52.83%; 债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时, 创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力; 新证券法等纲领性文件出台, 强化中介机构“看门人”的责任, 促使证券公司提升专业服务能力, 投行业务快速发展的背景下, 合规风控成为证券公司核心竞争力。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资, 该业务与证券市场关联度高, 面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资, 2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策, 意味着券商自营业务从传统单边投资

向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018 年, 股票市场跌幅较大, 其中权重股持续下跌, 创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下, 中债新综合净价指数全年上涨 4.00%, 债券投资收益减缓了自营业务降幅, 但债券市场出现集中违约; 2018 年债券市场新增 43 家违约主体, 较 2017 年的 9 家大幅增加, 违约金额达 1154.50 亿元, 系 2017 年违约金额的 3.42 倍, 违约主体以民企和上市公司居多。2019 年, 市场预期有所回暖, 股票市场先扬后抑, 市场成交量亦大幅增长; 资金市场利率延续 2018 年下降趋势, 证券公司自营投资收入大幅增长; 同时, 2019 年债券市场违约呈常态化, 需关注相关投资风险。2020 年, 股票市场指数大幅上涨, 其中深证成指上涨 36.02%; 债券市场违约向国企蔓延, 个别国企违约超预期, 造成信用利差走阔。2019 年, 全行业实现证券投资收益(含公允价值变动)1221.60 亿元, 同比大幅增长 52.65%, 主要系股票市场回暖所致。2020 年前三季度, 证券公司投资收益(含公允价值变动)1013.63 亿元, 同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小, 主动管理业务是其发展方向。

目前, 证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013 年以来, 证监会鼓励证券公司加强业务创新, 发展资产管理业务, 推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018 年 4 月, 中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》, 控制资管产品杠杆水平, 并限制通道类业务, 促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月, 证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理, 符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来, 证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理, 定向资管产品仍是主要部分, 但其占比有所下降; 受资管新

规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至 2020 年末，证券公司资产管理业务规模为 10.51 万亿元，较 2019 年末下降 14.48%；2020 年，证券公司实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2020 年融资融券业务大幅增长且风险可控，股票质押业务规模继续压缩，风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2020 年末，融资融券余额 1.62 万亿元，较 2019 年末增长 58.84%，融资融券业务规模大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，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。截至 2020 年末，全市场质押股份市值占总市值的比重为 5.42%，较年初下降 0.79 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司家数亦持续下降，高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。2020 年前三季度，证券公司利息净收入 445.60 亿元，同比增长 31.72%。

（4）市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以

及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2019 年 11 月，证监会明确提出要推动打造航母级证券公司，推动证券行业做大做强。2020 年 7 月，证监会提出，鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020 年 3 月，中信证券完成对广州证券股份有限公司 100% 股权的并购，进一步稳固了其龙头券商的地位；4 月，天风证券已基本完成对恒泰证券 29.99% 股权的收购；10 月，国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见，宣布终止并购，成为继 6 月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域的资源调配。

近年来，证券公司扎堆补充净资本，2019 年，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，2020 年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司、财达证券已实现 A 股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于 IPO 辅导期或已过会阶段。2020 年，共计 16 家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资 200.00 亿元和 150.00 亿元，招商证券完成配股募资 126.83 亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。截至 2020 年 12 月末，中国内地外资控股证券公司已达 8 家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外 4 家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司

（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司）。此外，证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券 2 家国内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019 年 11 月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化

局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，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。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2020 年末证券公司所有者权益排序，2020 年前十大证券公司实现营业收入合计 2994.25 亿元，净利润 995.85 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 66.76% 和 63.21%。截至 2020 年底，前十大证券公司资产总额为 5.85 万亿元，占全行业总资产的 65.70%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 60%，行业集中度较高。

表 5 截至 2020 年末/2020 年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源：Wind

（5）风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可

能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还债务、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来

管理债券投资的信用风险。2018年以来，债券市场违约常态化，2020年部分国企违约超预期，债券市场分化加剧，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

(6) 未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对2021年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为2021年的一个工作重点，因此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。

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，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019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，证监会于2019年明确表态要打造“航母级证券公司”，于2020年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，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，谋求新股东亦或

是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

2. 珠海市区域经济情况

珠海市经济水平和财政实力持续增强，享有独特的政策优势；随着粤港澳大湾区正式列入国家经济发展战略，港珠澳大桥的开通以及深珠城轨的建设，珠海市面临重要的发展机遇，公司外部发展环境良好。

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九州、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔和跨境工业区共 8 个国家一类口岸。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。2019 年 5 月，深珠城轨正式获得中国铁路总公司、广东省人民政府批复。在粤港澳大湾区协同发展的大背景下，深珠通道建设与广深港高铁香港段开通、港珠澳大桥正式通车以及广珠城轨横琴段即将通车，珠海市将形成粤港澳大湾区 1 小时城际交通网络圈，未来发展前景较好。

近年来，珠海市区域经济实力持续增强。根据《珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2018—2020 年，珠海市分别实现地区生产总值（GDP）2914.7 亿元、3435.9 亿元和 3481.9 亿元，同比增速分别为 8.0%、6.8% 和 3.0%。分产业看，2020 年珠海市第一产业增加值 60.0 亿元，增长 1.6%，对地区生产总值增长的贡献率为 0.9%；第二产业增加值 1510.9 亿元，增长 1.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 29.4%；第三产业增加值 1911.1 亿元，增长 4.1%，对地区生产总值增长的贡献率为 69.7%。三次产业的比例为 1.7:43.4:54.9。

2018—2020 年，珠海市固定资产投资规模

持续扩大。2020 年，珠海市完成固定资产投资 2230.4 亿元，比上年增长 13.1%。其中，房地产开发投资 1075.8 亿元，增长 20.4%。分产业看，第二产业投资 343.4 亿元，增长 18.1%；第三产业投资 1883.3 亿元，增长 12.1%。工业投资 345.2 亿元，增长 18.4%，工业投资中的制造业投资 233.4 亿元，增长 16.8%。

2018—2020 年，珠海市分别实现一般公共预算收入 331.5 亿元、344.5 亿元和 379.1 亿元，同比增速分别为 5.4%、3.9% 和 10.1%。2020 年，珠海市实现税收收入 296.7 亿元，增长 4.5%，占一般公共预算收入的比重为 78.3%，收入质量较好。同期，珠海市一般公共预算支出 677.6 亿元，增长 10.0%；珠海市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 55.95%，自给率一般。2018—2020 年，珠海市分别实现政府性基金收入 333.1 亿元、433.7 亿元和 563.8 亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至出报告日，公司注册资本 200.00 亿元，实收资本为 174.67 亿元，华发集团持有公司股权 57.74%，为公司控股股东；华发集团股东为珠海市国资委，公司的实际控制人为珠海市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司作为珠海市国资委旗下的金融及产业投资核心平台，受股东和政府支持力度很大，其金融资产规模较大，在区域内竞争优势明显。

公司成立于 2012 年，作为珠海市国资委下属控股平台，定位为珠海及横琴新区营运国有金融资产和进行产业投资的核心平台，区域地位突出，受股东支持力度很大。自成立以来，公司利用珠海连接粤港澳“桥头堡”的区位优势和横琴自贸区先行先试的政策优势，通过新设或收购等方式，已形成业务覆盖证券、期货、银行、金融租赁、保险、基金、各类收益权交易平台、小微金融等多个领域，布局深圳、香港、北京、上海、天津等核心金融城市的综合性金融投资

控股集团。公司聚集了珠海市管企业优质国有资源，在区域内竞争优势明显。公司作为全国地市级中少数有全牌照的金融投资控股企业之一（控股证券公司、参股银行、保险公司等），具备很强的综合实力。截至2020年末，公司合并资产总额611.53亿元，所有者权益372.23亿元；2020年，公司实现营业收入19.15亿元，净利润14.53亿元。

3. 外部支持

公司控股股东华发集团综合竞争力很强，实控人为珠海市国资委，整体股东背景很强，对公司支持力度很大。

公司实控人为珠海市国资委，控股股东华发集团实力很强，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，目前华发集团已经形成以城市运营、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、现代服务等为综合配套的“4+2”业务格局，四大核心主业等核心板块居珠海市第一。截至2021年3月末，华发集团纳入合并范围的子公司766家，其中包括6家上市公司；截至2020年末，华发集团合并资产总额4877.83亿元，所有者权益1342.73亿元；2020年华发集团实现营业总收入1091.90亿元，净利润55.50亿元。公司作为华发集团旗下的唯一金融板块运营主体，能够在资源获取和资本补充方面获得华发集团很大支持，公司成立以来获得股东多次增资，2020年12月，珠海市国资委同意华发集团和华发综合向公司增资不超过150亿元，截至本报告出具日，已实缴100亿元。

4. 企业信用记录

根据公司提供的公司《企业信用报告》（统一社会信用代码：91440400052401412R），截至2021年6月15日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

2020年以来，公司监事会成员存在变动，但对公司经营无重大影响。公司管理体系未发生重大变化。子公司华金证券内控水平有待进一步提升。

2020年以来，公司内部管理及主要制度未发生重大变化。管理人员方面，根据股东决定及2020年第一次职工大会决议文件，公司免去范燕鸿监事会主席职务和肖瑶职工监事职务，新任命马三平担任监事会主席和严志扬担任监事。公司监事会成员存在变动，但对公司正常运营无重大影响。

从子公司风险管控来看，2020年9月，华金证券在开展债券自营业务过程中，存在询价流程不规范、未严格执行公司内部制度等问题，被上海证监局出具警示函。华金证券已针对上述监管措施进行整改。2020年，华金证券证监会分类评级为BBB级，内控管理水平有待进一步提升。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入有所增加，证券期货收入对公司的收入贡献较大，资管业务收入贡献度提升；投资收益对公司利润具有很高贡献度；同时联合资信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中金融业务牌照最全的控股集团之一。受益于证券及期货业务和资管业务的较好发展，2020年，公司实现营业收入19.15亿元，同比增长24.47%；利润总额为15.90亿元，同比大幅增长73.78%，增幅超过营业收入增幅主要系营业成本及利息费用减少所致。

从收入构成来看，证券及期货业务收入主

要来自子公司华金证券收入，为公司最大收入来源，2020年对收入的贡献度较高，占44.19%。2020年资管业务收入同比大幅增长62.77%至7.00亿元，占比提升至36.55%，成为公司第二大收入来源。其他业务板块收入占比和规模均较小。

投资收益对公司利润形成很好补充，投资收益主要来自公司参控股子公司的投资收益、处置股权收益以及投资资产形成的收益等。2020年公司实现投资收益14.35亿元，同比变化不大，投资收益对营业利润贡献度为89.62%，贡献度有所下降但仍然很高。

表 6 公司营业收入和利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货业务	4.22	51.84	5.88	38.21	8.46	44.19
交易平台	0.51	6.23	0.71	4.61	0.70	3.67
资管业务收入	0.80	9.90	4.30	27.95	7.00	36.55
普惠金融	0.54	6.62	0.98	6.36	1.10	5.77
财务顾问	0.34	4.24	0.46	3.00	0.68	3.55
基金管理业务	0.25	3.10	0.17	1.11	0.53	2.76
保理收入	0.03	0.42	0.34	2.21	0.56	2.90
其他主营业务收入	0.004	0.05	0.00	0.01	0.00	0.00
其他业务收入	1.43	17.61	2.54	16.54	0.11	0.59
营业收入合计	8.13	100.00	15.38	100.00	19.15	100.00
投资收益		15.48		14.50		14.35
营业利润		9.34		9.17		16.01
利润总额		9.61		9.15		15.90

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 证券业务

2020年，华金证券营业收入呈下降趋势，整体经营情况一般；收入结构仍以投资银行业务收入和投资收益为主，投行业务具有一定竞争优势。但证券业务受市场影响大，且信用业务出现了违约情况，资管业务的违约产品中华金证券亦有垫资，仍需关注后续处置进展，其收入实现仍然具有不确定性。

公司证券板块由华金证券负责运营。截至2020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2020年末，华金证券资产总额122.24亿元，所有者权益42.04亿元；2020年实现营业收入8.09亿元，净利润0.93亿元。从行业竞争力来看，华金证券各项主要业务排名未发生显著变化，排名大多在行业中游偏下，投行业务具有一定的竞争力，其他业务行业竞争力一般。

表 7 华金证券主要指标排名（单位：名）

项目	2018年	2019年	2020年
净资本	83	76	74
营业收入	77	71	78
证券经纪业务收入	92	89	88
资产管理业务收入	/	/	/
投资银行业务收入	52	53	42
融资类业务收入	85	79	76
证券投资收入	52	57	67

注：1.2018年和2019年参与排名的证券公司均为98家，2020年参与排名的证券公司为102家；2.证券业协会仅公布资产管理业务收入行业中位数以上排名

资料来源：证券业协会，联合资信整理

受投资收益(含公允价值变动损益)和其他收入减少影响，2020年，华金证券营业收入为8.09亿元，同比减少16.63%。从收入构成来看，2020年，投行业务手续费净收入占比提升至46.76%，为华金证券的最大收入来源。投资收益(含公允价值变动损益)由华金证券自营业务形成，为华金证券第二大收入来源，但其占比持续下降，2020年其占比为45.55%。其他收入主

要包括汇兑损益、其他收益及其他业务收入，其中其他收入主要包括理财收益和房屋租赁收入，2020 年同比减少 2.00 亿元，主要由于 2019 年

华金证券处置投资性房地产形成处置收入 2.10 亿元，但该收入不具有持续性。经纪业务、资产管理业务手续费净收入及占比均较小。

表 8 华金证券营业收入构成（单位：亿元、%）

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	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	5.07	62.64
其中：经纪业务手续费净收入	0.32	5.74	0.44	4.54	0.76	9.35
投资银行业务手续费净收入	1.64	28.88	2.36	24.36	3.78	46.76
资产管理业务手续费净收入	0.31	5.42	0.31	3.18	0.35	4.36
利息净收入	-1.74	-30.65	-1.18	-12.17	-0.90	-11.07
投资收益（含公允价值变动损益）	4.89	86.33	5.16	53.16	3.68	45.55
其他	0.11	2.00	2.23	22.98	0.23	2.87
营业收入合计	5.66	100.00	9.70	100.00	8.09	100.00

资料来源：华金证券审计报告，联合资信整理

经纪业务

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。2020 年以来，华金证券注销网点 1 个，无新设网点，截至 2020 年末，华金证券设有营业部 38 家，分公司 12 家，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。2020 年，华金证券经纪业务手续费净收入为 0.76 亿元，同比增长 71.82%。

华金证券代理买卖证券交易额随证券市场行情升温呈增加趋势；2020 年代理买卖成交额为 2756.13 亿元，同比大幅增长 75.44%；华金证券代理买卖业务以股票交易为主，2020 年占比仍保持在 90% 以上。2020 年，华金证券代理买卖股票、基金市场份额与上年持平，佣金率为 0.30%，有所下降但处于行业平均水平。

表 9 华金证券代理买卖证券情况

证券种类	2018 年		2019 年		2020 年	
	代理金额 (亿元)	市场份额 (%)	代理金额 (亿元)	市场份额 (%)	代理金额 (亿元)	市场份额 (%)
股票	846.35	0.05	1437.41	0.06	2535.68	0.06
债券	12.84	/	45.82	/	83.62	/
基金	67.10	0.03	81.95	0.04	110.81	0.04
其他	2.16	/	5.80	/	26.01	/
合计	928.44	/	1570.98	/	2756.13	/
佣金率(‰)	0.36		0.36		0.30	

资料来源：公司提供，联合资信整理

投资银行业务

投资银行业务方面，华金证券投资银行业务包括 IPO、再融资、财务顾问及并购重组、新三板、债券分销及承销业务。2020 年华金证券投资银行业务手续费净收入为 3.78 亿元，同比增长 60.06%，主要是其债券承销业务发展较好所致。

债券类项目方面，华金证券 2020 年债券承销业务数量和规模均实现大幅增长，全年完成债券承销 258 单，规模为 475.37 亿元。

股权业务方面，华金证券 2020 年完成再融资项目 4 单，规模为 14.59 亿元；无 IPO 项目。

项目储备方面，截至 2021 年 4 月末，华金证券债券储备项目 85 个，其中 58 个已拿批文，

16 个已申报，4 个内核阶段，7 个质控阶段；签约；再融资（含可交债、可转债）储备项目 8
IPO 储备项目 10 个，其中 1 个已申报，9 个已个，其中 2 个已申报，6 个已签约。

表 10 华金证券投行业务情况（单位：个、亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
IPO	0	0.00	1	0.003	0	0.00
再融资	0	0.00	0	0.00	4	14.59
债券	35	170.13	115	219.08	258	475.37
合计	35	170.13	116	219.08	262	489.96

注：上述数据包含分销数据

资料来源：公司提供，联合资信整理

自营业务

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。

截至 2020 年末，华金证券自营投资规模为 112.92 亿元，同比下降 17.88%，主要系市场信用债信用风险频发，华金证券减少债券投资规模所致。华金证券投资结构以债券投资为主，2020 年末债券投资占比升至 87.53%；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下滑，

2020 年末占比仍较小。2020 年，华金证券投资收益（含公允价值变动收益）为 3.68 亿元，同比下降 28.56%，主要来自固收类业务。

截至 2020 年末，华金证券自营权益类证券及其衍生品/净资产和自营非权益类证券及其衍生品/净资产均呈下降趋势，分别为 4.47% 和 112.92%，均符合监管标准。

截至 2020 年末，华金证券债券投资存在违约债券 2 笔，规模合计 0.50 亿元。华金证券于 2020 年 9 月收到中国证券监督管理委员会上海监管局（以下简称“上海证监局”）关于债券自营业务的警示函，同月，华金证券向上海证监局出具了关于债券自营业务整改情况的报告。

表 11 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		2020 年末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
债券	62.41	92.09	68.66	86.25	56.60	87.53
股票	2.24	3.30	2.51	3.16	2.37	3.66
基金	0.46	0.68	0.46	0.57	0.18	0.27
信托计划	2.00	2.95	4.22	5.30	2.01	3.11
资管计划	0.66	0.98	3.75	4.72	3.51	5.42
账面价值合计	67.77	100.00	79.61	100.00	64.67	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资产		6.47		5.51		4.47
自营非权益类证券及其衍生品/净资产		145.93		137.50		112.92

资料来源：公司提供，联合资信整理

资产管理业务

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。2020 年，华

金证券受到资管新规及“去通道”等监管政策影响，持续推动资产管理业务主动管理转型发展。

截至 2020 年末，华金证券资管业务规模变化不大，为 493.08 亿元，业务结构显著变化，

定向理财仍然占比最大，集合和专项理财业务规模和占比均较年初显著提升；从管理方式来看，2020年华金证券主动管理业务规模超过被动管理，占比达到70.37%，资管业务主动管理能力有所提升。2020年，华金证券资产管理业务手续费净收入较为稳定，为0.35亿元。截至

2020年末，华金证券资产管理业务以自有资金直接参与的项目以固收类为主，无违约情况；以自有资金垫资项目涉及违约1笔，为“华金融汇169号资管产品”金额1.28亿元，涉及方正集团风险处置事件，担保物价值5.51亿元，覆盖程度较好，公司未计提减值准备。

表12 华金证券资产管理业务情况（单位：亿元、%）

项目		2018年末		2019年末		2020年末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比
按产品类型	集合理财	14.97	3.25	46.95	9.53	160.57	32.56
	定向理财	376.72	81.70	342.01	69.40	170.74	34.63
	专项理财	69.39	15.05	103.88	21.08	140.24	28.44
按管理方式	主动管理	135.16	29.31	188.97	38.34	346.99	70.37
	被动管理	325.92	70.69	303.87	61.66	146.09	29.63
合计		461.08	100.00	492.84	100.00	493.08	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

信用交易业务

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，2020年，受益于市场行情升温，华金证券融资融券业务规模有所增长，截至2020年末，融资融券余额为19.41亿元，较年初增长8.50%；利息收入亦呈增长趋势，2020年，实现融资融券利息收入1.11亿元，

同比增长37.04%。股票质押业务方面，截至2020年末，股票质押业务规模3.21亿元，较年初大幅下降48.56%，利息收入亦呈下降趋势。

从风险情况来看，截至2020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1.20亿元，履约保证比例289.15%，客户为企业客户，目前处于破产重组阶段，华金证券已完成债权申报待确定具体偿还方案，尚未计提减值准备。截至2020年末，华金证券股票质押业务发生违约项目3笔，剩余质押本金合计2.12亿元，已计提减值准备0.21亿元，计提比例一般。

表13 华金证券信用交易业务情况表（单位：户、亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
融资融券账户数目	1520	1811	2191
融资融券余额	8.75	17.89	19.41
融资融券利息收入	0.40	0.81	1.11
股票质押业务余额	8.05	6.24	3.21
股票质押业务利息收入	0.59	0.44	0.38

资料来源：公司提供，联合资信整理

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2020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2020年末，华金资管（母公司口径）的总资产为25.23亿元，净资产为23.01亿元；2020年，华金资管（母公司口径）实现营业收入4.02亿元，净利润1.15亿元。

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；2020年，华金资管市场化及集团内业务规模均有所增长，管理业务规模峰值³为216.67亿元，较上年峰值大幅增长38.18%，结构仍以华发集团体系内业务为主。华金资管部分业务涉及自有资金投资，2020年，华金资管新增业务中，有39.12亿元⁴自有资金投资市场化业务，83.77亿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为房地产项目，综合收益率在9.80%~18.00%，期限为1~5年，单笔最大投资为“深圳融创冰雪世界项目”，规模20.00亿元；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、“铎国商贸永续债项目”“金租大厦一认购定向融资工具”等项目，综合收益率在6.05%~15.00%，期限为1~5年。截至2020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，对公司收入及利润形成补充。

公司期货业务主要由华金期货负责运营。截至2020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知交中心、珠海产交中心、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。2020年，公司交易平台业务收入同比变化不大，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保持活跃。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；2020年全年完成交易量788笔，交易金额158.09亿元，较上年有所增长。横琴七弦琴产权公司成立于2017年，提供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、铎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。铎创投资成立于2003年，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。华金普惠成立于2017年，主要提供“转贷资金”服务，金融咨询及服务。

华金国际商业保理（珠海）有限公司（以下

³ 可并表部分中自有出资年度峰值

⁴ 华金资管合并口径数据（含子公司）。

简称“华金保理”)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。公司通过子公司铎创投资持有其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2020年末,公司共有27家联营企业,无合营企业。2020年,公司对联营企业确认投资收益10.73亿元,占投资收益比重为74.77%,对营业利润贡献度为67.01%。对联营企业的投资收益中,来自银行板块的投资收益占比较高;2020年银行板块确认投资收益合计4.79亿元,占对联营企业投资收益的44.66%;另外有5.13亿元的投资收益由珠海市润海投资有限责任公司(以下简称“润海投资”)产生,主要系根据2020年10月润海投资股东会决议,“同意润海公司双方股东按原持股比例减资合计15.54亿元。此事项形成的投资收益不具有可持续性。

银行业务板块中,华发投控涉及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(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及其成员单位办理存款、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。截至2020年末,华润银行注册资本60.43亿元,总资产2352.26亿元,较上年末同比增长16.64%;其中贷款和垫款总额1270.68亿元,较上年末增长20.74%;总负债规模2159.28亿元,较上年末增长16.16%;其中存款总额1616.65亿元,较上年末增长20.96%;不良贷款率1.81%,拨备覆盖率为220.13%,资产质量在城商行同业中处于较好水平。2020年,华润银行实现营业收入66.42亿元,较上年增长13.20%;实现利息净收入58.72亿元,较上年增长17.26%;全行实现净利润16.49亿元,较上年减少5.75%。整体经营情况较好。

表 14 上述主要子公司和联营公司 2020 年(末)主要财务数据(单位:亿元、%)

公司名称	注册资本	实收资本	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	6.00	100.00	23.20	17.00	6.20	1.69	0.06
横琴知交中心	1.00	1.00	51.00	0.90	0.15	0.75	0.29	0.00
珠海产交中心	1.00	1.00	100.00	1.93	0.25	1.68	0.38	0.19
铎创投资	50.00	50.00	100.00	281.06	98.11	182.95	9.02	2.71
华金保理	4.00	4.00	100.00	10.54	6.19	4.35	0.66	0.24
华金担保	3.00	3.00	100.00	3.73	0.26	3.47	0.35	0.17
华发财务	20.00	20.00	20.00	498.85	447.92	50.93	13.55	6.67
华润银行	60.43	60.43	21.02	2352.26	2159.28	192.98	66.42	16.49

资料来源:公司提供,联合资信整理

5. 未来发展

公司的发展战略清晰,符合自身特点,发展前景较好。

2021年是“十四五”规划的开局之年。公司

将在华发集团的战略引领下,围绕“夯实存量、布局增量、协同创新、科技引领”的经营方针,坚持合规稳健经营,实现内涵式增长,争取经营业绩再上台阶,充分发挥“助推器”作用。2021

年，公司具体未来发展战略如下：

第一，持续发挥核心作用，牌照金融业务进一步突破；同时提质量强支撑，创新金融业务盈利能力稳步提升。强化科技引领，以赋能华金证券为核心，结合基础平台深化与拓展、标签体系丰富完善、产品通渠道对接及生态构建，全面赋能业务发展，提升业务协同能力。第二，提质增效，持续做好资产盘活、做优做细资金管理、高质推进资本运作。第三，关注牌照及业务资质获取机会，积极开展大湾区跨境试点工作。第四，持续提升战略管理水平、运营管控水平、人力资源水平、业务协同水平。第五，健全合规风控管理体系、做深做细风险监测及合规管理，推动合规风控管理工具落地，有效开展合规风险隐患排查。第六，高水平做好党建工作、扶贫收官工作、品牌管理与企业文化工作。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年—2020 年财务报表，其中 2018 年财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019—2020 年财务报表均经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年财务报表均被出具了不带强调事项段的无保留审计意见。本报告财务分析中，2018 年和 2019 年数据采用 2019 年和 2020 年审计报告的期初数或上期数。

2020 年，公司会计政策及会计估计无变更。从合并范围来看，2020 年公司合并范围内新增

子公司 10 家，减少子公司 8 家，但考虑到变动子公司规模较小，综合来看，公司财务报表可比性较好。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 611.53 亿元；负债总额 239.30 亿元，其中代理买卖证券款 12.90 亿元；所有者权益 372.23 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 273.88 亿元。2020 年，公司实现营业收入 19.15 亿元，利润总额 15.90 亿元，净利润 14.53 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 12.23 亿元；经营活动现金流量净额 14.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.07 亿元。

2. 合并口径财务分析

（1）资产质量

2020 年末，随着投资规模的扩大，公司资产规模呈增长趋势，资产结构以流动资产为主，资产中股权投资和金融资产投资占比较高且货币资金规模较大，整体看，资产质量较好、流动性较好。

截至 2020 年末，公司资产总额 611.53 亿元，较年初增长 10.08%，主要是华金证券及公司本部货币资金增加、可供出售权益工具规模增加和华金资管新增购买投融资顾问服务产品所致。公司资产结构以流动资产为主，2020 年末流动资产占比较年初有所下降至 56.34%。2020 年，公司自有资产有所增加，自有资产占总资产比重变动不大。

表 15 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	168.24	42.49	342.39	61.63	344.56	56.34
其中：货币资金	82.06	20.72	134.12	24.14	161.12	26.35
融出资金	8.73	2.21	17.87	3.22	19.72	3.23
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	40.86	10.32	--	--	--	--
交易性金融资产	--	--	79.61	14.33	64.67	10.57
一年内到期的非流动资产	0.20	0.05	53.95	9.71	42.65	6.97
非流动资产	227.75	57.51	213.15	38.37	266.96	43.66
其中：可供出售金融资产	86.15	21.76	73.82	13.29	100.52	16.44

持有至到期投资	57.80	14.60	17.40	3.13	43.06	7.04
长期股权投资	78.12	19.73	112.76	20.30	102.01	16.68
资产总计	395.99	100.00	555.54	100.00	611.53	100.00
自有资产	390.05	98.50	544.18	97.95	598.63	97.89

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，联合资信整理

流动资产

截至 2020 年末，公司流动资产为 344.56 亿元，规模较年初变化不大，其中货币资金增长 27.00 亿元；流动资产主要由货币资金（占 46.76%）、交易性金融资产（占 18.77%）、一年内到期非流动资产（占 12.38%）构成。

截至 2020 年末，公司货币资金 161.12 亿元，较年初增长 20.13%，主要系华金证券及公司本部银行存款规模增加所致；其中，银行存款 161.03 亿元，受限货币资金 0.04 亿元，华金证券客户资金存款为 11.48 亿元，规模均不大。

截至 2020 年末，公司交易性金融资产 64.67 亿元，全部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 86.28%、3.66% 和 10.05%；其他主要是资管产品、信托计划和资产支持证券。

截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动资产规模为 42.65 亿元，较年初减少 20.94%，主要系一年内到期的持有至到期投资规模减少所致。

截至 2020 年末，公司融出资金为 19.72 亿元，较年初增长 10.39%，主要系华金证券两融业务增长所致。2020 年末融出资金账龄主要分布在 1~3 个月，占比为 33.66%，公司对融出资金计提的减值准备余额 0.01 亿元，计提比例为 0.05%。

非流动资产

截至 2020 年末，公司非流动资产 266.96 亿元，较年初增加 25.24%，主要系可供出售权益工具规模增加和新增投融资顾问服务产品类（华金资管购买的投融资顾问产品）持有至到期投资所致；2020 年末非流动资产以可供出售金融资产（占 37.65%）、持有至到期投资（占 16.13%）和长期股权投资（占 38.21%）构成。

截至 2020 年末，公司可供出售金融资产增

长 36.16% 至 100.52 亿元，主要系采用成本计量的股权投资规模增长所致。公司可供出售金融资产主要由按成本计量的股权投资和按公允价值计量的债务投资构成，占比分别为 78.14% 和 21.86%；公司未对可供出售金融资产计提减值准备。

截至 2020 年末，公司持有至到期投资大幅增长 147.49% 至 43.06 亿元，主要系新增投融资顾问服务产品投资所致，期末持有至到期主要是信托计划、购房尾款 ABS 和投融资顾问服务产品等；公司对持有至到期投资计提减值准备 0.27 亿元，计提比例 0.63%。

截至 2020 年末，公司长期股权投资较年初下降 9.53% 至 102.01 亿元，主要是对联营企业减少投资所致。

资产受限方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值总额 30.30 亿元，占总资产比例为 4.96%，受限资产占比较小。其中，长期股权投资质押已于 2021 年 3 月解除质押。

(2) 负债

2020 年，公司负债规模保持增长趋势，债务结构以长期债务为主，债务结构有所改善，随着股东增资杠杆水平下降并处于较低水平。

截至 2020 年末，公司负债合计 239.30 亿元，较年初增长 8.31%；负债结构转为以非流动负债为主，2020 年末非流动负债占比为 55.80%。

截至 2020 年末，公司流动负债较年初下降 10.53% 至 105.78 亿元，主要系华金证券应付短期融资款规模减少所致；流动负债主要由卖出回购金融资产款（占比 20.92%）、应付账款（占比 10.50%）、其他应付款（占比 16.81%）、应付货币保证金（占 15.67%）和其他流动负债（占比 6.41%）构成。

2020 年末公司卖出回购金融资产款较年初下降 30.36% 至 22.13 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；2020年末该科目主要为质押式债券回购。

截至2020年末，公司应付账款为11.10亿元，较年初减少26.93%；该科目主要是合并结构化主体形成的其他金融负债。

截至2020年末，公司其他应付款为17.78亿元，较年初大幅增长65.90%，主要是公司资金往来款增加所致。

截至2020年末，公司应付货币保证金为16.58亿元，较年初增长47.91%，主要是子公司华金期货业务规模快速增长所致，其中法人项目占比51.70%。

截至2020年末，公司其他流动负债为6.78亿元，较年初减少65.88%，主要是华金证券偿还短期收益凭证所致；该科目主要以短期收益凭证为主。

截至2020年末，公司非流动负债为133.52亿元，较年初增长30.01%，主要由长期借款和应付债券构成，占比分别为28.18%和71.36%。

有息债务方面，截至2020年末，公司全部债务185.66亿元，较年初增长5.97%，主要是长期债务增加所致；债务结构以长期债务为主，2020年末长期债务占比升至71.58%，债务结构有所优化。

截至2020年末，公司自有资产负债率较年初变化不大，为37.82%。公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈下降趋势，2020年末分别为39.13%和33.28%；随着长期债务的增加，长期债务资本化比率呈增长趋势，2020年末为

26.31%，公司杠杆水平较低。

(3) 所有者权益

2020年12月股东增资进一步增强了公司资本实力，公司所有者权益有所增长，但所有者权益稳定性一般。

2020年12月，公司完成股东增资，其中共计25.33亿元计入实收资本，24.67亿元计入资本公积；同时公司子公司将持有的部分股权无偿划转给珠海华发实体产业投资控股有限公司导致资本公积减少。截至2020年末，公司所有者权益372.23亿元，较年初增长11.24%，主要是股东增资所致；其中，少数股东权益98.35亿元，较年初增3.45%，占所有者权益比重26.42%；归属于母公司的所有者权益273.88亿元，其中，实收资本占54.53%，资本公积占32.65%，未分配利润占11.41%。公司实收资本和资本公积占比虽然较高，但未分配利润及少数股东权益占比亦偏高，所有者权益稳定性一般。

(4) 子公司资本充足性

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。

2020年末，华金证券净资本规模呈增长趋势，增长主要来自附属净资本的增加；截至2020年末，华金证券净资本为44.69亿元。从主要风控指标来看，截至2020年末，风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率和净稳定资金率均呈上升趋势，且均优于行业预警标准，整体风险可控。

表 16 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	2020 年末	监管标准	预警标准
核心净资本	35.82	33.89	34.44	--	--
附属净资本	0.00	7.00	10.25	--	--
净资本	35.82	40.89	44.69	--	--
净资产	40.10	41.06	41.84	--	--
各项风险资本准备之和	13.89	23.00	18.88	--	--
表内外资产总额	83.22	106.45	99.71	--	--
风险覆盖率	257.92	177.81	236.73	≥100.00	≥120.00
资本杠杆率	43.04	31.83	34.54	≥8.00	≥9.60
流动性覆盖率	323.21	143.22	923.65	≥100.00	≥120.00
净稳定资金率	142.34	137.02	205.11	≥100.00	≥120.00
净资本/净资产	89.32	99.57	106.80	≥20.00	≥24.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

(5) 盈利能力

公司收入和利润整体呈增加趋势，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及子公司经营情况影响较大，存在一定不确定性。

2020年，公司实现营业收入19.15亿元，同比增长24.47%，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；2020年公司营业成本为4.12亿元，同比减少19.00%，主要是其他业务成本减少所致。

从期间费用来看，2020年，公司期间费用总额为14.58亿元，同比下降9.99%，主要是利息费用支出减少致使财务费用减少所致；公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2020年占比分别为76.86%和22.86%。管理费用主要为职工薪酬和租赁费等；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。2020

年公司投资收益变化不大，其中对联营企业和合营企业投资收益同比增长113.32%至10.73亿元；投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益、交易性金融资产在持有期间的投资收益和可供出售金融资产等取得的投资收益构成，占比分别为74.77%、27.09%和12.01%。2020年，投资收益对营业利润贡献度为89.62%，贡献度有所下降但仍处于很高水平。

从盈利情况来看，2020年公司净利润为14.53亿元，同比增长82.41%，主要是对联营企业和合营企业投资收益增加所致。从盈利指标来看，由于公司净利润实现较大幅度增长，公司净资产收益率亦呈增长趋势，2020年为4.11%。2020年，公司归母净利润收益率提升1.74个百分点至4.77%，主要归属于母公司净利润增加所致；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，公司盈利指标表现一般，但杠杆水平也相对较低。

表 17 2020 年金融控股平台类企业的财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率	自有资产负债率
湖南财信投资控股有限责任公司	10.68	10.35	79.69	76.77
苏州国际发展集团有限公司	5.43	3.86	70.78	65.34
国投资本股份有限公司	10.08	9.80	77.00	67.43
上述样本企业平均值	8.73	8.00	75.82	69.85
华发投控	4.11	4.77	39.13	37.82

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

(6) 现金流分析

公司投资活动现金流保持较大净流出规模，较为依赖筹资活动，期末现金及现金等价物较为充沛。

经营活动现金流方面，2020年，公司经营现金流净额由净流出转为净流入，主要系新增处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融工具现金流入增加和支付资金往来减少所致。

投资活动现金流方面，2020年净保持大幅

净流出状态，其中收回投资款和投资支付款规模均有所增加。

筹资活动方面，2020年，筹资活动现金流量净流入规模有所减少，主要是较2019年股东增资规模减少所致。筹资活动前现金流量净额为-46.48亿元，公司较为依赖筹资活动。

公司现金流整体仍保持净流入状态，因此期末现金及现金等价物仍然呈增长趋势，现金较为充沛。

表 18 公司现金流情况表 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流净额	61.99	-24.67	14.61
投资活动现金流净额	-68.86	-63.38	-61.09
筹资活动现金流净额	6.58	140.89	72.56
现金及现金等价物净增加额	-0.28	52.84	26.07
期末现金及现金等价物余额	84.45	137.29	163.37

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

3. 母公司口径财务分析

母公司口径资产主要以长期股权投资为主, 资产流动性一般, 但货币资金较充裕; 杠杆一般; 本部盈利主要依靠子公司投资收益, 盈利能力一般; 经营及投资活动所需资金主要依赖筹资活动, 需关注公司流动性管理情况。

截至 2020 年末母公司口径资产总额为 401.65 亿元, 较年初增长 24.50%, 主要是货币资金、一年内到期的非流动资产和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 63.39%)、货币资金(占比 9.82%)、其他应收款(占 11.90%)和一年内到期的非流动资产(占 8.71%)为主; 其他应收款主要是关联方组合款, 占其他应收款项的 99.36%; 长期股权投资主要是对子公司投资, 2020 年公司追加对铎创投资投资 50.00 亿元(其中 12.88 亿元入实收资本, 37.12 亿元入资本公积)。

截至 2020 年末母公司口径负债总额为 120.95 亿元, 较 2019 年末增长 26.24%, 主要是应付债券增加所致; 负债来源以长期借款(占比 26.82%)和应付债券(占 57.75%)为主。截至 2020 年末母公司口径资产负债率为 30.11%, 变化不大且仍属一般水平; 全部债务规模呈增加趋势, 截至 2020 年末, 母公司口径全部债务为 112.08 亿元, 较年初增长 20.22%, 主要是公司本部应付债券规模增加所致。

截至 2020 年末母公司口径所有者权益为 280.70 亿元, 较 2019 年末增长 23.76%, 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。

2020 年, 母公司口径营业收入有所增长但规模仍较小, 为 1.40 亿元, 主要为利息收入; 母公司口径盈利主要来自投资收益, 2020 年为

5.67 亿元, 同比增长 83.22%, 主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致; 2020 年, 母公司口径净利润大幅增长 473.84%至 4.94 亿元, 主要是投资收益增加所致。从盈利指标来看, 2020 年, 母公司口径资产收益率及净资产收益率水平均有所提升, 分别为 1.36%和 1.95%。

2020 年, 母公司口径经营活动现金流量净额由净流出转为净流入状态, 主要是支付其他与经营活动有关的现金(代上缴分配收益)减少所致。2020 年, 公司投资活动现金流量净流出幅度小幅减少, 主要是投资子公司支付的现金减少所致。2020 年, 母公司口径筹资活动现金流入主要为其他类(公司与子公司的资金往来)大幅增加, 筹资活动现金流净流入为 90.57 亿元。

4. 偿债能力

公司整体偿债能力指标表现良好, 考虑到公司股东背景很强且对公司支持力度较大, 以及自身资本实力很强, 资产质量较好等因素, 公司整体偿债能力极强。

短期偿债能力方面, 2020 年末, 公司合并口径和母公司口径流动比率均表现较好; 同期, 受货币资金增加较多影响, 公司期末现金及现金等价物余额/短期债务呈增加趋势, 指标表现较好; 但筹资前净现金流为负值, 无法对流动负债形成覆盖。整体看, 公司短期偿债能力指标表现较好。

长期偿债能力方面, 2020 年, 从合并口径和母公司口径看, 全部债务/EBITDA 表现均一般, EBITDA 对利息的覆盖倍数有所提升, 覆盖程度较好。整体看, 公司长期偿债能力指标表现尚可。

表 19 公司偿债能力指标

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	母公司	合并	母公司	合并	母公司	合并
流动比率 (%)	62.33	94.73	1067.96	289.60	681.67	325.75
筹资前净现金流流动负债比 (%)	19.05	-3.87	-1154.32	-74.48	-400.08	-43.94
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	1.13	0.64	3.47	1.88	4.03	3.10
EBITDA (亿元)	1.75	14.02	3.29	16.49	10.30	21.83
全部债务/EBITDA (倍)	13.80	11.47	28.33	10.63	10.88	8.51
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.14	3.20	1.36	2.11	1.93	3.37

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年末，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 2020 年末，公司获得银行授信额度合计为 50.70 亿元，银行授信额度已使用 13.00 亿元，剩余授信额度 37.70 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2021 年 5 月末，公司母公司口径相关财务指标对存续期内债券保障效果一般，合并口径筹资活动前现金流入对存续期内债券保障效果较好，考虑到公司债务期限较长及自身资本实力很强且资产质量较好等因素，公司对存续期内债券偿还能力极强。

截至 2021 年 5 月末，公司存续债券余额共 76.00 亿元。考虑行权条件下，本年度剩余应到期的应付债券余额 0.00 亿元；公司存续债券于 2024 年达到未来待偿债券本金峰值 31.00 亿元。公司对存续债券保障情况如下表：

表 20 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	母公司口径	合并口径
本年度剩余应到期债券余额	0.00	0.00
未来待偿债券本金峰值	31.00	31.00
期末现金及现金等价物余额/本年度剩余应到期债券余额	*	*
筹资活动前现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.51	6.84
筹资活动前现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-2.34	-1.50
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.33	0.70

注：1. 存续债券余额按截至 2021 年 5 月末数据统计，计算本年度剩余应到期债券余额和未来待偿债券本金峰值时假设债券在最近一个行权日全额回售或赎回；2. 期末现金及现金等价物余额/本年度剩余应到期债券余额分母为 0，此指标数据用*表示

资料来源：公司年报、公开资料，联合资信整理

总体看，公司母公司口径筹资活动前现金流量对未来待偿债券本金峰值保障能力一般，合并口径筹资活动前现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力强；由于合并及母公司口径筹资活动前现金流量净额为负，无法对未来待偿债券本金峰值形成覆盖；EBITDA 对未来待偿本金峰值保障能力一般。

十一、担保方风险分析

“20华控02”“20华控01”“19珠控02”“19珠控01”“19珠控02”“19珠控01”由华发集团提供全额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

华发集团隶属于珠海市国资委。截至 2021 年 3 月末，华发集团注册资本 11.20 亿元，珠海市国资委为华发集团唯一股东及实际控制人。

华发集团成立至今已有四十年历史，已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、现代服务等为综合配套的“4+2”经营格局。

2021 年 3 月末，华发集团拥有纳入合并范围的子公司 766 家，其中包括 6 家上市公司，分别为珠海华发实业股份有限公司（股票代码：SH.600325，以下简称“华发股份”，2021 年 3 月末华发集团直接和间接合计持股比例 28.49%）、华发物业服务集团有限公司（前身为“华金国际资本控股有限公司”，股票代码：HK.00982，2021 年 3 月末华发集团间接持股比例 36.88%，以下简称“华发物业服务”）、香港庄臣控股有限

公司（股票代码：HK.01955，以下简称“庄臣控股”，2021年3月末华发集团间接持股比例44.25%）和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：SZ.000532，以下简称“华金资本”，2021年3月末华发集团间接持股比例28.45%）；通过珠海华发实业产业投资控股有限公司（以下简称“华实控股”）新增合并深圳市维业装饰集团股份有限公司（以下简称“维业股份”）和珠海光库科技股份有限公司（以下简称“光库科技”），并控股华灿光电股份有限公司（以下简称“华灿光电”），详见下文重大事项。

截至2020年末，华发集团资产总额4877.83亿元，所有者权益1342.73亿元（含少数股东权益816.00亿元）；2020年，华发集团实现营业收入1091.90亿元，利润总额79.30亿元。

截至2021年3月末，华发集团资产总额5189.81亿元，所有者权益1365.33亿元（含少数股东权益825.00亿元）；2021年1—3月，华发集团实现营业收入267.36亿元，利润总额20.81亿元。

2. 华发集团重大事项

（1）收购华灿光电股份

华发集团全资子公司华实控股通过定增及协议转让方式控股华灿光电。

2020年10月16日，华灿光电收到中国证券监督管理委员会《关于同意华灿光电股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可[2020]2575号）的核准，同意其向包括华实控股在内的五名特定投资者发行股票的注册申请。新增股份于2020年12月18日上市，华实控股获配价格为10.13元/股，累计认购金额为13.10亿元。通过此次定增，华实控股持有华灿光电10.43%的股份。

2021年1月22日，华灿光电披露了《关于公司股东签署〈股份转让协议〉的提示性公告》（公告编号：2021-004），Jing Tian I、Jing Tian II、Kai Le 和上海灿融创业投资有限公司（已更名为“上海灿融实业有限公司”，以下简称“上海灿融”）与华实控股签署的《关于华灿光电股

份有限公司之股份转让协议》，Jing Tian I、Jing Tian II 和 Kai Le 将其持有的华灿光电共计159,088,014股股份（其中Jing Tian I持有113,400,000股、Jing Tian II持有9,264,375股、Kai Le持有36,423,639股）转让予华实控股，交易对价为11.63元/股，总对价为18.50亿元；上海灿融于2021年1月22日与华实控股签署了《关于华灿光电股份有限公司之股份转让协议》，将其持有的华灿光电20,000,000股股份转让予华实控股，交易对价为11.63元/股，总对价为2.33亿元。若本次权益变动全部完成，华实控股将通过直接持股的方式合计持有华灿电表决权的股份数量为308,406,868股，占华灿光电总股本的24.87%，为其第一大股东。本次交易转让股份的过户登记手续已于2021年3月26日完成，本次权益变动不涉及要约收购，上述交易无业绩承诺。2021年5月9日，华灿光电公告《关于公司控股股东和实际控制人变更的提示性公告》显示，华实控股为华灿光电控股股东，华灿光电实际控制人为珠海国资委。

华灿光电从事化合物光电半导体材料与器件的研发、生产和销售业务，主要产品为LED外延片及全色系LED芯片，为国内第二大LED芯片供应商，国内最大显示屏芯片供应商。截至2020年末，华灿光电资产总额110.34亿元，所有者权益63.08亿元；2020年，华灿光电实现营业收入26.44亿元，利润总额0.17亿元。

（2）收购维业股份股权

华实控股通过协议转让方式完成收购维业股份29.99%股权实现控股。

维业股份控股股东深圳市维业控股有限公司（以下简称“维业控股”）、实际控制人张汉清先生与华实控股于2020年4月3日签署了《股权收购协议》，并于2020年6月12日签订了《股权收购协议之补充协议》。根据上述协议，维业控股通过协议转让的方式将其合计持有的维业股份62,411,589股（占总股本的29.99%），按照11.5381元/股的价格协议转让给华实控股，转让对价总金额为人民币715,742,344元。维业控股、张汉清先生及其一

致行动人张汉洪、张汉伟先生一致同意放弃本次股权转让后各方共持有的维业股份剩余股份合计 33,976,267 股（占总股本的 16.3263%）的表决权，以确保华实控股成为维业股份的控股股东。上述交易无业绩承诺。

截至 2020 年 8 月 13 日，维业控股协议转让给华实控股的无限售流通股 62,411,589 股（占其总股本的 29.99%）已全部在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完成了过户登记手续。华实控股成为维业股份单一拥有表决权比例最大的股东，为维业股份的控股股东。

维业股份是以建筑装饰设计与施工为主的综合性企业，主要为大型房地产、政府机构、大型企业、高档酒店等提供装饰设计和施工服务，拥有建筑装饰施工设计等多项专业壹级、甲级资质。截至 2020 年末，维业股份资产总额 29.97 亿元，所有者权益 10.69 亿元（含少数股东权益 0.42 亿元）；2020 年，维业股份实现营业收入 21.11 亿元，利润总额 0.64 亿元。

（3）控股光库科技

华实控股通过参与定增、股权转让及表决权委派的方式控股珠海光库科技股份有限公司（简称“光库科技”）。

2020 年 10 月 12 日，光库科技收到中国证监会出具的《关于同意珠海光库科技股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可〔2020〕2444 号），同意其向包括华实控股在内的特定对象发行股票募集资金的注册申请。本次发行价格为 42.04 元/股，华实控股获配金额为 679,999,984.84 元。2020 年 12 月 18 日，华发控股通过参与定增持有光库科技 14.91% 的股权。

2021 年 1 月 16 日，华实控股与光库科技控股股东 Infinimax Assets Limited（以下简称“**Infinimax**”）及股东 Pro-Tech Group Holdings Limited（以下简称“**Pro-Tech**”）、XL Laser (HK) Limited（以下简称“**XL Laser**”）签订了股权转让协议及三方合作协议：华实控股与 Infinimax 通过协议转让的方式将其持有的 6,045,885 股（占光库科技总股本 5.57%）按照 45 元/股的价格协议转让给华实控股，转让对价金额为人民币

272,064,825 元；Pro-Tech 将持有光库科技 3,771,220 股（占光库科技总股本 3.48%）按照 45 元/股的价格协议转让给华实控股，转让对价金额为人民币 169,704,900 元。华实控股合计受让上述股东持有的光库科技股份 9,817,105 股（占光库科技总股本 9.05%）。Pro-Tech 同意自本次股份转让完成之日，放弃其持有的光库科技 10.67% 的表决权；XL Laser 放弃其持有的光库科技 5.62% 的表决权、提名和提案权、参会权、监督建议权等相关权利并委托予华实控股行使，以确保华实控股成为上市公司控股股东。

2021 年 2 月 23 日，上述股权转让已完成过户登记手续，华实控股持有光库科技 23.95% 的股权及受托 5.62% 的表决权，合计控制光库科技 29.57% 股份的表决权，成为光库科技控股股东。

光库科技成立于 2000 年 11 月，是从事光纤器件和芯片集成的国家高新技术企业，产品应用在光纤激光、光纤通讯、量子技术和 5G 等多个领域。截至 2020 年末，光库科技资产总额 16.22 亿元，所有者权益 14.03 亿元；2020 年，光库科技实现营业收入 4.92 亿元，利润总额 0.64 亿元。

（4）参与北大方正集团有限公司重组

华发集团将代表珠海市国资委参与北大方正集团有限公司重组事宜，受让重组后新方正集团 21.90~30.00% 的股权。

2021 年 1 月 19 日，华发集团收到北大方正集团有限公司（以下简称“**方正集团**”）管理人通知，确定由华发集团代表珠海市国资委与中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“**平安集团**”）、深圳市特发集团有限公司（以下简称“**特发集团**”）组成联合体作为方正集团重整投资者。

2021 年 4 月 30 日，管理人与重整投资者签订《重整投资协议》，以此为基础制定本次重整计划的草案，该草案须提交方正集团债权人会议表决，并经人民法院裁定批准后方能生效，尚具有一定不确定性。

华发集团（代表珠海市国资委）与平安集团将按照 3：7 的比例受让新方正集团不低于 73% 股权，剩余部分将抵偿给选择以股抵债的债权人。

本次支付对价金额及持股比例取决于债权人受偿方案选择情况，华发集团将以 158.775~217.5 亿元对价受让新方正集团 21.90%~30.00% 股权。华发集团所代表的珠海投资主体为华发集团、珠海格力集团有限公司、珠海大横琴集团有限公司共同成立的有限合伙企业，出资比例为 51:29:20。根据 2021 年 5 月 11 日华发集团发布公告显示，该项事宜不会对华发集团经营产生重大影响。

截至本报告出具日，该项交易尚无最新进展，联合资信将持续跟踪此项交易进展。

3. 华发集团经营分析

(1) 经营概况

华发集团已形成以城市运营、房产开发、金融产业和产业投资为四大核心主业，以商贸服

务、现代服务等为综合配套的“4+2”业务格局。

2018—2020 年，华发集团营业收入快速增长，但受低毛利率水平的大宗商品批发收入占比提升及房地产开发毛利率波动下降综合影响，综合毛利率持续下降。

2018—2020 年，华发集团营业收入快速增长，年均复合增长 43.16%，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；2020 年，华发集团实现营业收入 1091.90 亿元，同比增长 37.75%。同期，受低毛利率水平的大宗商品批发收入占比提升及房地产开发毛利率波动下降综合影响，华发集团综合毛利率逐年下降，近三年分别为 20.71%、18.55% 和 14.47%。

表 21 华发集团营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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
房地产开发	228.00	42.79	28.02	317.55	40.06	30.29	477.68	43.75	25.37	97.41	36.44	29.86
土地一级开发	48.73	9.15	59.18	44.57	5.62	69.22	25.21	2.31	42.39	-	-	-
大宗商品批发	199.77	37.50	0.32	363.05	45.80	0.26	499.11	45.71	0.24	133.18	49.82	0.17
物业服务	17.81	3.34	19.64	21.10	2.66	11.71	28.61	2.62	12.64	7.80	2.92	14.11
汽车销售	4.58	0.86	9.28	4.29	0.54	7.32	2.90	0.27	6.78	0.71	0.26	8.65
金融业务	12.23	2.30	68.85	14.72	1.86	72.97	22.48	2.06	84.01	5.58	2.09	87.30
酒店会展服务	4.05	0.76	14.04	5.09	0.64	15.88	2.11	0.19	-111.94	0.53	0.20	-33.12
其他业务	17.61	3.30	23.04	22.33	2.82	21.22	33.80	3.09	31.80	22.14	8.28	84.28
合计	532.79	100.00	20.71	792.69	100.00	18.55	1091.90	100.00	14.47	267.36	100.00	14.15

注：金融业务收入包括利息收入、手续费及佣金收入及其他金融收入等；其他业务收入包括文体教育收入、建筑装饰设计、租赁收入、服务费收入、广告收入和停车费收入等；尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据华发集团审计报告和财务报表整理

分业务看，2018—2020 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持续增长，年均复合增长 44.73%，2020 年同比增长 50.43% 至 477.68 亿元，占营业收入比重为 43.75%；业务毛利率较 2019 年下降 14.69 个百分点至 25.37%，主要系结转项目盈利水平差异所致。2018—2020 年，华发集团土地一级开发收入持续下降，年均复合下降 28.07%，2020 年为 25.21 亿元，同比下降 43.43%，主要系土地出让面积下降等因素导致；业务毛利率波动主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致。土地一级

开发业务及房地产开发业务作为传统核心产业，是华发集团利润的主要来源及可持续发展的重要支撑。大宗商品批发收入是华发集团第一大收入来源，受限于行业特征和盈利模式，近年来利润率维持在低水平；2020 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 499.11 亿元，同比增长 37.48%；同期，大宗商品批发业务毛利率为 0.24%。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；2020 年，华发集团实现金融收入

22.48亿元，同比增长52.71%；业务毛利率为84.01%。

2021年1—3月，华发集团实现营业收入267.36亿元，同比增长33.92%，主要来自于房地产销售收入和大宗商品批发收入的增加；综合毛利率为14.15%，同比下降1.73个百分点，主要系房地产开发业务毛利率下降及毛利率低的大宗商品批发业务收入占比提升所致。

（2）业务经营分析

1) 房地产开发

华发股份深耕珠海市场，布局核心一、二线城市，具有广泛的市场影响力和较高的品牌认知度。近年来，华发股份加快开发及推盘节奏，开发及销售规模快速增长，经营业绩快速提升，为华发集团主业核心利润来源。但联合资信关注到随着在建项目扩张，华发股份面临较大资本支出压力。此外，房地产业务盈利水平易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响。

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责。华发股份于2004年2月在上海证券交易所上市，拥有较为独立的经营权。截至2020年末，华发股份合并资产总额3218.44亿元，负债合计2584.99亿元，所有者权益633.45亿元，其中归属于母公司所有者权益209.53亿元；2020年营业收入510.06亿元，利润总额62.53亿元。截至2021年3月末，华发股份合并资产总额3405.90亿元，负债合计2741.95亿元，所有者权益663.95亿元，其中归属于母公司所有者权益214.84亿元。

2018—2020年，华发股份分别实现营业收入236.99亿元、331.49亿元和510.06亿元，年均复合增长46.71%；其中，房地产销售收入分别为226.61亿元、317.35亿元和481.12亿元，年均复合增长45.71%。受益于项目结转，2020年华发股份营业收入同比增长65.49%。分区域看，2020年房地产销售收入中珠海大区占比30.42%，华南大区（不含珠海）占比12.67%，华东大区占比44.59%，北方大区占比12.31%；珠海大区作为华发股份发展战略大本营是房地

产销售收入的重要来源之一，但占比不断下降，华东大区及北方大区占比大幅提升。业务毛利率方面，2020年华发股份房地产销售板块毛利率为25.19%，同比下降5.12个百分点。2021年一季度，华发股份实现营业收入63.70亿元，同比下降29.49%；综合毛利率为26.94%，同比提升1.47个百分点。

华发股份经营模式以自主开发销售为主，并稳步推进合作开发等多种经营模式，主要开发产品为住宅。区域布局方面，目前华发股份投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，围绕“立足珠海、面向全国”的发展思路，形成以珠海为战略大本营，北京、上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、郑州、大连等一线城市及重点二线城市为发展重点的战略布局。目前，华发股份业务已拓展至全国40个主要城市，形成了珠海大区、华东大区、华南大区、北方大区及北京区域的“4+1”全国性战略布局。

受益于项目储备的增加，近年来华发股份项目开发节奏不断加快，新开工面积、期末在建面积均大幅提升。2020年，华发股份新开工面积同比增长13.69%至739.71万平方米，主要集中在武汉、珠海、苏州和杭州等；随着在建项目的持续投入，期末在建面积1776.54万平方米，较上年末增长29.96%；年内竣工面积315.00万平方米，同比增长12.64%。

表 22 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	2020年
新开工面积	513.64	650.61	739.71
竣工面积	178.57	279.66	315.00
期末在建面积	1004.23	1367.02	1776.54
合同销售面积	194.87	395.91	504.00
合同销售金额	582.00	922.73	1205.00
合同销售均价	2.99	2.33	2.39

资料来源：联合资信根据华发股份年度报告整理

销售方面，随着竣工及开启预售的项目不断增加，近年来华发股份销售业绩快速提升。2020年，华发股份实现签约销售面积504.00万平方

米，同比增长 27.30%，签约销售额 1205.00 亿元，同比增长 30.59%，销售均价同比上升 2.58% 至 2.39 万元/平方米，与不同城市的房地产价格不同有较大关联。

销售区域方面，华发股份在保持珠海、上海、武汉等重点城市销售业绩稳步提升的前提下，新进驻南京、苏州等城市。得益于全国化布局战略的加快实施，华发股份销售业绩快速增长；华东大区合同销售金额 591.00 亿元，占比 49.00%；其次为珠海大区，实现签约销售 288.00 亿元，占比 24.00%；华南大区和北方大区分别完成签约销售 205.00 亿元和 90.00 亿元，为次重点区域；北京区域完成销售 31.00 亿元，占比 3.00%。从销售结构来看，华发集团业务布局趋于合理，有效避免了因市场单一带来的风险。

土地储备方面，截至2020年末，华发股份共拥有34个项目的土地储备，规划计容面积805.81万平方米，项目储备充足。华发集团在深耕珠海市场的基础上，成功布局华南、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，在长三角区域及长江经济带的土地储备面积占比为56.69%，在粤港澳大湾区的土地储备面积占比为41.64%，从土地储备的地理区域分布来看，华发集团对核心城市群的布局将进一步加强。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。

2) 城市运营

受土地出让面积下降因素影响，华发集团土地一级开发收入规模逐年下滑。华发集团城市运营板块项目储备充足，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。但考虑到华发集团储备用地获取时间较早，近年来珠海市土地价格不断攀升，目前实际价值较高。同时，联合资信关注到华发集团在建项目投资规模较大，未来收益实现受出售进度及出租情况影响存在不确定性，资金回收周期较长。

华发集团城市运营板块业务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。目前，城市运营板块已形成平台公司（即华发城市运营）+区域公司两级架构，平台公司统一负责策划推广、研究发展、工程管理、公建设计管理、规划市政设计、招采管理、成本管理、招商及资产运营管理等职能，区域公司负责管理片区内项目建设。

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（物业出租收入等）；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。

土地一级开发

业务模式方面，华发集团土地一级开发业务采用授权形式，由珠海市国土部门经报市政府批准后，珠海市人民政府授权华发集团对片区进行土地一级开发，开发用地不注入华发集团。

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。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、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，华发集团负责上述 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，资金自行筹集。目前采用两种模式，第一种为委托方将开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入（扣除相关税费后）等资金按一定比例返还给华发集团；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。

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”)主要负责十字门中央商务区 5.77 平方公里(其中,湾仔片区 2.28 平方公里,横琴片区 3.49 平方公里)的土地一级开发、市政基础设施建设、重点项目建设及招商引资等工作。根据《珠海十字门中央商务区土地一级开发协议》和《珠海十字门中央商务区土地一级开发操作办法》,十字门公司负责按年度制定实施土地一级开发计划,土地出让后,珠海市财政局按土地功能不同,从土地出让金中扣除相关税费后再将剩余的等额资金按确定的相应比例拨付十字门公司作为收益。

珠海华金开发建设有限公司(以下简称“华金公司”)具体负责对珠海金湾区航空新城核心区约 3.8 平方公里的土地一级开发和市政基础设施建设,根据华发集团与珠海金湾区人民政府签订的《珠海金湾区航空新城开发战略合作框架协议》,开发资金由华发集团负责筹集,相关投资支出由核心区开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入等额资金优先偿还,投资收益由管理费和一定比例的可出让经营性用地的土地增值收益等额资金来实现。

珠海华保开发建设有限公司(以下简称“华保公司”)具体负责对珠海市保税区二期范围内 2.3 平方公里的土地一级开发和市政道路工程建设。根据华发集团与保税区管委会签订的《珠海市保税区二期土地一级开发合作协议》,开发资金由华发集团负责筹集,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保公司所支付的土地一级开发成本后,华保公司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。

子公司珠海华发高新建设控股有限公司与珠海(国家)高新技术产业开发园区管理委员会签订《珠海高新区北围土地一级开发协议》,负责对珠海高新区北围项目约 8.6 平方公里土地的

一级开发和市政道路、绿化景观、桥梁、围填海等市政基础设施建设。项目投资资金将通过珠海华发高新建设控股有限公司自有资金和银行借款等方式统筹解决。未来将根据市场的需求,分批出让北围的住宅、商住及工业用地。项目经营性用地的土地出让金收入在扣除应上缴省、市费用后,剩余作为区级土地出让分成;区级土地出让分成由珠海(国家)高新技术产业开发园区管理委员会提取一定比例资金后,剩余部分等额资金全额拨付给项目公司。

珠海富山工业园投资开发有限公司(原珠海华富开发建设有限公司)负责对珠海市斗门区富山产业新城起步区土地一级开发项目(开发面积 2.5 平方公里)和起步区以外(147.5 平方公里)的市政基础设施项目。根据华发集团与珠海市富山工业园管理委员会签订的《富山产业新城合作开发协议》,项目的开发资金由华发集团负责筹集,投资收益由固定投资补偿和投资增值收益来实现。其中,固定投资补偿以项目开发建设成本为基数计提一定比例作为固定投资补偿。投资增值收益是在开发范围内可出让用地出让后,政府以与土地出让收入(扣除应上缴省、市政策性缴纳资金等费用后)等额的财政资金支付项目开发建设总成本及固定投资补偿,余额部分等额资金即为投资增值收益。投资增值收益双方按一定比例进行分配。

珠海市华发河岸建设有限公司(以下简称“河岸公司”)具体负责对珠海市斗门区黄洋河“一河两岸”范围内 1122 万平方米陆地、427 万平方米水域及斗门古镇等进行综合开发。根据华发集团与斗门区政府签订的《斗门区黄洋河“一河两岸综合开发项目合作框架协议”》,项目的开发资金由华发集团负责筹集,投资收益由固定收益和投资增值收益来实现。其中,固定收益以土地一级开发成本的一定比例计提,投资增值收益是在开发范围内可出让用地出让后,若地块出让成交价高于保底摘牌价的价款部分,在扣除超额部分应上缴的市级分成、省级财政相关费用后双方按一定比例进行分配。

珠海北站 TOD 项目系由珠海城际轨道实业

有限公司（以下简称“轨道公司”）与珠海市国土资源局签订协议，轨道公司负责项目的开发，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轨道公司所支付的土地一级开发成本后，轨道公司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。

2018-2020年，华发城市运营土地一级开发收入逐年下降，年均复合下降28.07%，主要系土地出让面积下降导致。2020年，华发城市运

营实现土地一级开发收入25.21亿元，同比下降43.43%，收入主要来自金湾航空新城区、高新区北围、珠海北站TOD和富山工业园；截至2020年末土地一级开发业务累计回款247.62亿元，2018-2020年，华发集团土地一级开发业务分别获得回款43.00亿元、11.40亿元和12.67亿元，回款情况较差。同期，华发城市运营土地一级开发业务毛利率42.39%，同比下降26.83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。

表 23 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			金湾航空新城			保税区二期			高新区北围		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
土地出让数量	5	0	0	2	7	4	2	1	1	1	3	0
出让建筑面积	34.96	0.00	0.00	26.81	87.10	33.92	23.87	3.08	19.02	3.60	14.00	0.00
分成收入	12.00	0.00	0.00	5.48	25.58	1.54	2.14	0.29	3.08	7.76	9.54	0.00
结转开发成本	2.00	0.00	0.00	1.62	2.94	1.02	0.96	0.22	1.36	3.94	2.03	0.00
开发收益	10.00	0.00	0.00	3.85	26.03	0.52	1.18	0.07	1.72	3.82	1.97	0.00
毛利率	83.12	0.00	0.00	70.36	89.85	33.77	55.20	25.34	55.84	49.23	49.23	0.00
项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园					
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年			
土地出让数量	8	4	4	1	0	1	5	1	0			
出让建筑面积	32.65	23.61	52.94	4.17	0.00	9.44	83.62	18.41	0			
分成收入	9.33	5.53	8.20	2.39	0.00	5.64	9.65	8.54	6.75			
结转开发成本	0.00	0.00	0	2.39	0.00	5.64	8.96	7.91	6.51			
开发收益	9.33	5.53	8.20	0.00	0.00	0.00	0.69	0.63	0.24			
毛利率	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00	7.10	7.41	3.56			

资料来源：华发集团提供

截至2021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298.52亿元，已完成投资205.08亿元。2021年4-12月、2022年和

2023年，华发城市运营土地一级开发业务预计分别投资8.34亿元、10.85亿元和22.36亿元。

表 24 截至 2021 年 3 月末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	开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2021年4-12月	2022年	2023年
十字门中央商务区	5.77	81.60	74.42	2.02	2.5	2.50
金湾航空新城	3.80	35.00	30.77	0.76	1.73	1.73
保税区二期	2.30	25.09	7.75	0.70	0.70	4.50

高新区北围	4.96	59.33	26.44	0.47	0.64	6.00
富山产业新城	2.52	60.00	48.63	2.04	2.40	3.11
斗门一河两岸	10.00	20.00	10.52	0.67	0.88	2.20
珠海北站 TOD	1.46	17.50	6.55	1.68	2.00	2.32
合计	30.81	298.52	205.08	8.34	10.85	22.36

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：华发集团提供

根据华发集团提供的预测数据，2021—2025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170亿元。但联合资信关注到，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，华发集团土地出让分成返还的实际金额及时点可能与预测存在一定差异。

经营性项目

华发集团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

活重心等项目。建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO办公、商务公寓等。华发集团利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出租或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。

截至2021年3月末，华发集团已建成经营性项目包括会展商务组团（一期）、横琴国际金融中心大厦、上冲TOD项目和横琴金融产业基地等，累计投资额近170亿元。

截至2021年3月末，华发城市运营自营项目计划总投资330.56亿元，已完成投资101.56亿元，未来仍需投入229.00亿元，待投资规模较大。

表 25 截至 2021 年 3 月末华发集团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	计划总投资	已完成投资	计划投资额		
			2021 年 4—12 月	2022 年	2023 年
会展商务组团（二期）	42.00	21.64	4.97	7.69	7.69
高新北围智谷园芯	17.63	9.67	2.39	5.57	0.00
圣博立科创园	6.20	3.48	2.72	0.00	0.00
富山智选小镇生活中心	23.68	10.41	6.21	3.53	3.53
富山科创中心	11.10	2.84	1.25	7.02	0.00
富山产业服务中心	5.33	4.31	1.02	0.00	0.00
北山区域城市更新	151.00	13.51	10.26	21.21	21.21
工人文化宫	55.00	31.21	3.66	9.75	9.75
锦塘湾酒店	9.60	2.19	0.56	3.43	3.43
东澳岛酒店	9.02	2.30	1.19	2.77	2.77
合计	330.56	101.56	34.23	60.97	48.38

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：华发集团提供

①会展商务组团（二期）

会展商务组团（二期）项目总建筑面积约27.50万平方米，其中地上18.10万平方米、地下9.40万平方米，建筑功能包含会展、办公和商业，二期项目将进一步发展扩大会展功能优势。

②高新北围智谷园芯

智谷园芯项目位于科创海岸北围片区，占地约10万平方米，拟将地块建设成多栋多层或高层建筑及部分裙楼的产业综合体，其中主要包括新型产业研发办公和新型产业配套。

③富山智选小镇生活中心

富山智选小镇生活中心项目位于富山工业

园雷蛛北片区, 建筑面积46.17万平方米, 为富山工业园首个产城融合生活配套区, 可为园区企业及就业人口及周边居民提供居住、商业、文化等配套服务。未来收入来源为物业的出售和出租收入。

土地储备

除一级土地开发外, 截至2021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56宗、占地面积合计221.27万平方米、计容建筑面积549.23万平方米的土地使用权, 账面价值191.65亿元, 土地性质包括住宅、商业、办公和酒店。

3) 金融及产业投资

华发集团金融板块业务涵盖证券、资管、交易平台、普惠金融、商业保理、期货等, 近年来金融业务收入不断提升且获得稳定的投资收益。华发集团金融业务尚处于培育期, 市场竞争力较弱; 受强监管、合规趋严影响, 风控团队有待补充, 风控能力有待提升。华发集团产业投资业务发展快速, 前期以基金投资为主, 2020年以来通过并购上市公司股权, 产业投资规模进一步扩大。

金融业务

华发集团金融板块经营主体主要是华发投控和华发财务。

2012年7月, 华发投控在珠海横琴新区设立, 经多年发展已成为综合性金融投资控股集团, 业务涵盖证券、资管、交易平台、普惠金融、商业保理、期货等。截至2021年3月末, 旗下管理型牌照包括华金证券、华金资管、华金期货、华发财务公司、华金国际证券, 此外, 华发集团还参股了包括珠海华润银行股份有限公司(以下简称“华润银行”)、珠海农商行、厦门国际银行股份有限公司(以下简称“厦门国际银行”)、横琴华通金融租赁有限公司(以下简称“华通金租”)、珠海横琴人寿保险有限公司等金融机构, 持有并处置债券、基金、资管/信托计划等, 每年可获得稳定的投资收益。

华发财务主要经营范围为对成员单位办理

财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务; 协助成员单位实现交易款项的收付; 办理成员单位之间的委托贷款; 办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计; 吸收成员单位的存款; 从事同业拆借等。主要收入为利息收入。

华发集团金融板块收益包括计入营业收入的手续费及佣金收入、利息收入、其他金融收入等及对外投资所获取的投资收益。随着金融业务逐渐成熟带动金融收入不断增长, 2018-2020年华发集团金融收入分别为12.23亿元、14.72亿元和22.48亿元。2020年, 华发集团金融收入中利息收入11.24亿元、手续费及佣金收入5.35亿元、其他金融收入5.89亿元。

华发集团投资收益主要系参股华润银行、珠海农商行及华通金租等获得的股权投资收益、持有和处置债券、基金、资管/信托计划等所得。2018—2020年, 华发集团分别实现投资收益18.24亿元、21.73亿元和22.51亿元。其中, 持有至到期投资在持有期间的投资收益(主要来自信托收益)分别为1.69亿元、0.31亿元和0.03亿元; 权益法核算的长期股权投资收益分别为9.09亿元、10.85亿元和13.79亿元; 持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益分别为4.31亿元、5.04亿元和3.01亿元; 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产(交易性金融资产)在持有期间的投资收益分别为2.26亿元、4.02亿元和-2.01亿元。

产业投资

华发集团利用自身产业与资金优势, 成立产业投资板块, 以华实控股为核心平台, 投资主体包括华金资本(持股比例28.46%)、英飞尼迪投资控股集团有限公司(持股比例49.00%)和珠海科技创业投资有限公司(实际控制人珠海市国资委, 委托华发集团经营管理)等, 重点布局高端制造、医疗健康、互联网与新兴科技等新兴产业领域, 覆盖全生命周期产业投资体系。截至2021年3月末, 华实控股管理各类基金65支, 规模达415亿元, 累计投资行业领军企业和高成长性创新企业308个, 74个项目进入资本市场,

金额超 150 亿元，增值率超过 60%，其中 23 个以高成长性入选投资价值榜单。

2016 年 11 月，珠海市政府决定组建珠海基金，基金投资方向覆盖基础设施、产业投资等大类子基金，主要投向符合珠海建设粤港澳大湾区创新高地、“一带一路”战略支点、珠江西岸核心城市、城乡共美幸福之城的产业和基础设施项目。珠海基金首期规模 100.00 亿元，其中华发集团认缴出资 26.80 亿元，华发投控出资 42.20 亿元，其余资金来自珠海格力集团有限公司和横琴金融投资集团有限公司，纳入华发集团合并报表。截至 2021 年 3 月末，珠海基金已签署合伙协议的子基金及项目共计 29 个，基础设施类子基金 3 支，产业类子基金及项目 26 个，基金总规模 921.94 亿元，其中珠海发展投资基金（有限合伙）认缴出资 105.94 亿元，社会资本方认缴出资 816.00 亿元。2020 年，珠海发展投资基金（有限合伙）取得投资收益 12231.46 万元，累计取得投资收益 35364.06 万元。产业投资基金合作伙伴包括 IDG 资本、华金资本、弘晖资本、鲲鹏资本等一线投资机构，重点布局高端制造、医疗健康、人工智能等产业方向，助力珠海产业升级。

除基金投资外，2020 年以来，华实控股积极布局产业投资，分别通过参与定增、协议转让、表决权委派等方式收购华灿光电、光库科技和维业股份三家上市股权。随着华发集团产业投资规模扩大及板块扩张，华发集团产业投资板块完善，竞争实力进一步增强。

4) 配套服务

配套服务板块丰富了华发集团业务多样性，为营业收入提供了重要支撑，但其中大宗商品批发业务毛利率低，盈利能力弱。

商贸服务

华发集团商贸服务板块由华发商贸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”）和香港华发负责，具体业务包括大宗商品批发业务和汽车销售业务。

截至 2020 年末，华发商贸总资产 103.52 亿元，所有者权益 9.37 亿元；2020 年实现营业收入 388.63 亿元，净利润 0.44 亿元。截至 2021 年

3 月末，华发商贸总资产 177.14 亿元，所有者权益 9.64 亿元，2021 年 1-3 月实现营业收入 107.37 亿元，净利润 0.21 亿元。

① 大宗商品批发

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。华发集团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。

大宗商品批发业务主要由华发商贸和香港华发负责，贸易品种涵括钢材、燃料油、化工产品、铜矿石、LCD 液晶屏、有色金属等。受下游客户需求及华发集团风控要求等影响，近年华发集团主要贸易品种有所变化：有色金属和铜矿石为华发集团近年贸易板块主要收入来源，2020 年有色金属贸易规模及收入占比已超过 90%。

近年来，在满足风控要求的情况下华发集团不断扩大贸易量，带动大宗商品批发业务规模持续提升。2018—2020 年和 2021 年一季度，华发集团分别实现大宗商品批发收入 199.77 亿元、363.05 亿元、499.11 亿元和 133.18 亿元；同期，受行业特性和业务模式影响，华发集团大宗商品批发业务毛利率维持在低水平，分别为 0.32%、0.26%、0.24% 和 0.17%。

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。2020 年，华发集团前五大供货商采购金额占比 39.15%，集中度较上年有所下降（2019 年为 46.05%），结算方式主要为货到付现款（对国内上游供货方）及 90 天信用证结算（对进口贸易中国外供货方）。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。2020 年，华发集团前五大销售商销售金额占比合计 32.56%，集中度较上年上升 5.44 个百分点。

② 汽车销售

华发集团汽车销售业务由华发商贸下属于

公司华发汽车负责。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包括销售平行进口汽车、综合品牌汽车和售后维修业务，子公司经销品牌包括上海大众、雪佛兰、广汽传祺、斯柯达等。

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

近年来，乘用车行业景气度下行导致华发汽车乘用车销量逐年下降。2018—2020 年，华发集团分别实现汽车销售收入 4.58 亿元、4.29 亿元和 2.90 亿元；同期，华发集团汽车销售业务毛利率分别为 9.28%、7.32% 和 6.78%。

现代服务

华发集团现代服务板块主要由华发现代服务负责，包括生产型服务业、城市生活型服务业与综合型服务业，涵盖物业服务、酒店管理及会展服务等多项业务。

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，服务范围包括现场服务、楼宇接收服务、保洁清洁服务、安全秩序维护、设施设备运行维护、园林规划施工与绿化保养、安防智能化设计施工、物业管理业务咨询、顾问服务等，业务遍及珠海、广州、武汉、北京等二十余个大中城市。目前，华发物业进行管理的物业主要为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政府机关和市政设施等；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 2021 年 3 月末，华发物业进行物业服务的面积达 2262.00 万平方米，其中内部项目物业管理面积 2070.60 万平方米，外部项目物业管理面积 191.40 万平方米。

近年来，华发股份商品房项目的持续销售带动华发物业服务的物业项目量持续增加。2018—2020 年，华发集团分别实现物业管理收入 17.81 亿元、21.10 亿元和 28.61 亿元；同期，华发集团物业管理业务毛利率分别为 19.64%、11.71% 和 12.64%。

② 会展及酒店服务

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。

2018-2020 年，华发集团酒店会展收入分别为 4.05 亿元、5.09 亿元和 2.11 亿元；毛利率分别为 14.04%、15.88% 和 -111.94%，2020 年收入及毛利率下滑主要系新冠肺炎疫情影响所致。

(3) 经营效率

华发集团整体经营效率尚可。

2018—2020 年，华发集团销售债权周转次数呈逐年下降态势，分别为 21.38 次、14.25 次和 13.39 次；存货周转次数有所波动，分别为 0.30 次、0.38 次和 0.43 次；总资产周转次数逐年上升，分别为 0.21 次、0.25 次和 0.26 次。同行业对比来看，华发集团 2020 年的三项指标除销售债权周转次数外均低于样本企业平均值。

表 26 2020 年同行业公司经营效率情况对比（单位：次）

公司全称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
无锡产业发展集团有限公司	7.43	12.30	0.94
杭州市国有资本投资运营有限公司	3.75	3.25	0.49
广州市城市建设投资集团有限公司	4.60	1.87	0.15
上述样本企业平均值	5.26	5.81	0.53
华发集团	13.39	0.43	0.26

资料来源：联合资信整理

4. 华发集团财务分析

(1) 财务概况

提供的2018年度合并财务报表由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，2019年度及2020年度合并财务报表由致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论。提供的2021年一季度合并报表未经审计。

截至2021年3月末，华发集团拥有纳入合并范围的子公司766家，含华发股份控股子公司529家。2018年，华发集团新增纳入合并范围子公司133家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司32家，其余系新设子公司；不再纳入合并范围子公司6家，其中注销子公司5家，出售子公司1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14家，无偿划入子公司4家，其余均为新设立子公司。2020年，华发集团新增纳入合并范围子公司201家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司8家，其余系新设子公司；减少子公司11家，其中注销子公司2家。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。

截至2020年末，华发集团资产总额4877.83亿元，所有者权益1342.73亿元（含少数股东权益816.00亿元）；2020年，华发集团实现营业收入1091.90亿元，利润总额79.30亿元。

截至2021年3月末，华发集团资产总额5189.81亿元，所有者权益1365.33亿元（含少数股东权益825.00亿元）；2021年1—3月，华发集团实现营业收入267.36亿元，利润总额20.81亿元。

(2) 资产质量

近年来，受房地产及金融业务快速发展影响，华发集团资产规模快速增长，构成以存货及货币资金等流动资产为主；华发集团整体资产质量良好，但受限资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。

2018—2020年末，华发集团资产总额快速增长，年均复合增长31.38%，截至2020年末为4877.83亿元，其中流动资产占81.90%，非流动

资产占18.10%，以流动资产为主。

近年来，受房地产项目开发持续投入及售房款回流等因素综合影响，华发集团流动资产快速增长，三年复合增长率为31.17%。截至2020年末，华发集团流动资产较2019年末增长32.88%至3994.87亿元，主要由存货、货币资金及其他流动资产等构成，分别占比62.43%、15.24%和9.22%。

2018—2020年末，华发集团货币资金快速增长，年均复合增长32.01%。截至2020年末，华发集团货币资金较2019年末增长34.76%至608.82亿元，主要由银行存款（占比91.90%）及存放中央银行法定存款准备金（占比5.19%）组成，其中受限货币资金59.67亿元，主要为存放中央银行法定存款准备金、质押存款和汇票保证金。

2018—2020年末，华发集团存放同业及其他金融机构款项快速增长，截至2020年末为166.70亿元，较2019年末增长112.37%，全部为存放境内银行同业款项。

华发集团交易性金融资产主要为购买的债券、信托计划和理财产品等，截至2020年末为67.16亿元，较2019年末下降17.81%，主要系债券投资减少所致。年末交易性金融资产中20.89亿元债券投资为卖出回购业务设定质押，2.45亿元债券投资为债券借贷业务设定质押。

2018—2020年末，华发集团应收账款快速增长，年均复合增长66.58%，主要系应收土地出让收益分成增加。截至2020年末，华发集团应收账款较2019年末增长32.18%至77.89亿元，其中应收珠海市富山工业园管理委员会及珠海市金湾财政局款项分别占比25.81%和25.09%，集中度高；其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额60.62亿元，占尚未执行新金融工具准则的应收账款账面余额的96.67%；累计计提坏账准备3.27亿元，计提比率4.03%。

2018—2020年末，华发集团预付款项快速增长，年均复合增长率为29.96%，截至2020年末为92.28亿元，较2019年末增长39.79%，主要为预付珠海市、武汉市、成都市等地国土相关部门的土地出让金。

2018—2020 年末，华发集团其他应收款年均下降 10.40%，截至 2020 年末，华发集团其他应收款为 43.45 亿元，较 2019 年末下降 1.31%，主要由应收土地竞买保证金和代垫款项构成。

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。2018—2020 年末，华发集团存货快速增长，年均复合增长 27.77%，截至 2020 年末为 2493.89 亿元，较 2019 年末增长 32.09%。其中，开发成本 2154.43 亿元，较 2019 年末增长 36.67%，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致，开发成本中较上年末增加较多的项目包括上海颀桥项目、绍兴国际金融活力城、南京秦淮 G05 项目、工人文化宫综合体项目等；开发产品 322.97 亿元，较 2019 年末增长 17.68%，主要新增完工项目包括佛山华发四季、上海闵行七宝项目、珠海绿洋湾花园及苏州太仓院子等；存货跌价准备及合同履约成本减值准备合计 1.42 亿元，主要为库存商品及开发产品计提减值及跌价准备。

2018—2020 年末，华发集团其他流动资产快速增长，年均复合增长 56.03%，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。截至 2020 年末，华发集团其他流动资产较 2019 年末增长 39.62% 至 372.29 亿元，主要由拆出款项及其他（291.65 亿元）、预交税费（55.29 亿元）和委托贷款（11.02 亿元）构成。

非流动资产

2018—2020 年末，华发集团非流动资产快速增长，年均复合增长 32.32%，主要来自长期股权投资、投资性房地产和可供出售金融资产的增加；截至 2020 年末，华发集团非流动资产较 2019 年末增长 44.28% 至 882.96 亿元，主要由长期股权投资（占 37.60%）、可供出售金融资产（占 14.07%）、固定资产（占 11.70%）和投资性房地产（占 16.70%）构成。

2018—2020 年末，华发集团可供出售金融资产有所波动，分别为 114.74 亿元、102.54 亿元和 124.24 亿元。截至 2020 年末，华发集团可供出售金融资产中可供出售债务工具 94.70 亿元，

其余为可供出售权益工具（主要构成见下表）。

2018—2020 年末，华发集团长期股权投资快速增长，年均复合增长 35.63%，主要系增加金融类及房地产类参股子公司的投资。截至 2020 年末，华发集团长期股权投资较 2019 年末增长 40.89% 至 331.96 亿元（主要构成见下表），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。

表 27 2020 年末华发集团主要对外投资情况
(单位: 亿元、%)

被投资单位	金额	持股比例	会计科目
珠海华润银行股份有限公司	40.88	21.02	长期股权投资
深圳融华置地投资有限公司	34.30	49.00	长期股权投资
上海华泓钜盛房地产开发有限公司	25.80	49.99	长期股权投资
珠海工智股权投资基金(有限合伙)	18.57	16.64	可供出售金融资产
珠海农智股权投资基金(有限合伙)	18.53	16.66	可供出售金融资产
珠海华金资本股份有限公司	13.94	28.46	长期股权投资
横琴华通金融租赁有限公司	8.35	35.00	长期股权投资
厦门国际银行股份有限公司	9.15	2.42	可供出售金融资产
珠海农村商业银行股份有限公司	7.24	9.90	长期股权投资
IDG 成长基金	6.04	10.31	可供出售金融资产

资料来源：联合资信根据华发集团审计报告整理

华发集团投资性房地产主要包括华发商都、横琴珠海中心写字楼、横琴国际网球中心配套商业、会展商务组团商业及长租公寓等，2018—2020 年末快速增长，年均复合增长 75.81%。截至 2020 年末，华发集团投资性房地产 147.46 亿元，较 2019 年末增长 94.33%，主要系经营出租物业增加所致，其中 97.19 亿元已用于借款设定抵押。

华发集团固定资产主要为房屋及建筑物，2018—2020 年末小幅波动，分别为 92.50 亿元、90.36 亿元和 103.34 亿元；截至 2020 年末，华发集团固定资产原值 140.31 亿元，累计计提折旧 36.55 亿元，计提减值准备 0.58 亿元。

截至 2021 年 3 月末，华发集团资产总额 5189.81 亿元，较 2020 年末增长 34.81%，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对房地产开发持续投入导致，资产构成变化不大。

截至2021年3月末，华发集团受限资产账面价值合计891.43亿元，受限比例17.18%，以存货、货币资金、固定资产和投资性房地产为主。

(3) 负债和所有者权益

受发行永续债和少数股东权益增加影响，近年来华发集团所有者权益规模快速增长，其中少数股东权益占比较大；同期华发集团负债规模快速增长，整体债务负担重。

所有者权益

受发行永续债及少数股东权益增长等因素影响，2018—2020年末，华发集团所有者权益快速增长，年均复合增长24.91%。截至2020年末，华发集团所有者权益较2019年末增长25.41%至1342.73亿元，主要由少数股东权益（占60.77%）、资本公积（占16.47%）及其他权益工具（占17.15%）构成。

2018—2020年末，华发集团实收资本未发生变化，均为11.20亿元。同期，华发集团资本公积快速增长，年均复合增长19.75%，主要系①华发综合发展、华发股份及华发城市运营引进少数股东，投资价款与按少数股东持股比例相对应享受的相关子公司可辨认净资产份额之间的差额带动资本公积增加；②按权益法核算的长期股权投资带动资本公积增加；③珠海市国资委无偿将珠海市创业引导基金有限公司50%股权划入带动资本公积增加；截至2020年末，华发集团资本公积221.21亿元，较2019年末增长26.53%，主要系华发集团无偿受让城建集团、珠海市纺织工业集团公司、珠海市安居集团有限公司100%股权，确认资本公积57.40亿元。

2018—2020年末，华发集团其他权益工具分别为91.80亿元、131.91亿元和230.30亿元，主要为华发集团发行的永续中期票据和可续期信托计划等。

2018—2020年末，华发集团少数股东权益分别为547.53亿元、694.68亿元和816.00亿元。其中，2020年末较2019年末增长17.46%，主要系华发股份吸收少数股东投资及发行永续债券。

截至2021年3月末，华发集团所有者权益1365.33亿元，较2019年末增长1.68%。

负债

2018—2020年末，华发集团负债规模快速增长，年均复合增长34.11%，流动负债和非流动负债均有所增加。截至2020年末，华发集团负债总额较2019年末增长38.75%至3535.10亿元，流动负债和非流动负债分别占比60.53%和39.47%。

2018—2020年末，华发集团流动负债快速增长，年均复合增长29.66%，截至2020年末为2139.82亿元，较2019年末增长35.94%，主要为预收款项（占27.23%）、一年内到期的非流动负债（占17.57%）、应付账款（占15.10%）及其他应付款（占11.73%）。

2018—2020年末，华发集团短期借款快速增长，2020年末为277.57亿元，较2019年末增长46.63%，以保证借款（98.26亿元）、信用借款（87.00亿元）和抵押借款（77.49亿元）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，2018—2020年末快速增长，年均复合增长116.01%，截至2020年末为323.05亿元，较2019年末增长162.62%，主要系应付工程款增加。

华发集团预收款项主要为华发股份预收售房款。2018—2020年末，华发集团预收款项分别为408.00亿元、595.70亿元和582.58亿元（2020年末预收款项部分调至合同负债），2019年末预收款项较2018年变化较大主要系上海静安府、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导致（预收房款期末余额合计579.39亿元）；截至2020年末，华发集团预收款项主要为预收楼款512.34亿元

2018—2020年末，华发集团其他应付款快速增长，年均复合增长40.29%，主要系往来及拆借款增加所致。截至2020年末，华发集团其他应付款较2019年末增长53.23%至250.93亿元，主要由往来及拆借款（180.03亿元）、土地增值税准备金（38.29亿元）、押金及保证金（14.90亿元）等构成。

2018—2020 年末，华发集团一年内到期的非流动负债大幅波动，截至 2020 年末为 376.05 亿元，主要为一年内到期的长期借款（占 57.35%）和一年内到期的应付债券（占 41.29%）。

2018—2020 年末，华发集团其他流动负债持续增长，年均复合增长 32.56%，主要系发行超短期融资券增加导致。截至 2020 年末，华发集团其他流动负债 194.55 亿元，较 2019 年末增长 58.19%，主要由超短期融资券（99.50 亿元）、短期公司债（15.00 亿元）和资产支持专项计划（11.80 亿元）等构成，已将其中有息部分调整至短期债务计算。

2018—2020 年末，华发集团非流动负债持续增长，年均复合增长 41.91%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2020 年末，华发集团非流动负债 1395.28 亿元，较 2019 年末增长 43.31%，以长期借款（占 60.26%）和应付债券（占 35.42%）为主。

2018—2020 年末，华发集团长期借款波动增长，年均复合增长 49.93%。截至 2020 年末，华发集团长期借款 840.76 亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款等。

2018—2020 年末，华发集团应付债券快速增长，年均复合增长 26.48%。截至 2020 年末，华发集团应付债券 494.28 亿元，较 2019 年末增长 20.31%，主要系华发集团及华发股份、华发投控发行中期票据、公司债和美元债所致。

截至 2020 年末，华发集团其他非流动负债 45.27 亿元，较 2019 年末增长 47.84%，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，已调整至长期债务计算。

截至 2021 年 3 月末，华发集团负债总额 3824.49 亿元，较 2020 年末增长 8.19%，主要系通过银行借款和超短期融资券融资及预收房款增长所致，负债结构变化不大。

2018—2020 年末，华发集团全部债务逐年增长，年均复合增长 30.67%。截至 2020 年末，华发集团全部债务 2243.29 亿元，较 2019 年末

增长 40.23%，其中长期债务占比 61.54%。截至 2021 年 3 月末，华发集团全部债务 2358.84 亿元，较 2020 年末增长 5.15%，其中长期债务占比 63.21%。

截至 2020 年末，华发集团资产负债率和长期债务资本化比率分别为 72.47%和 50.69%，分别较 2019 年末上升 2.06 个和 3.26 个百分点；全部债务资本化比率为 62.56%，较 2019 年末上升 2.65 个百分点。2021 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 73.69%、63.34%和 52.20%，分别较 2020 年末上升 1.51 个、0.78 个和 1.22 个百分点。

若将华发集团及下属子公司发行的永续债（其他权益工具）计入有息债务，截至 2021 年 3 月末，华发集团资产负债率（调整后）和全部债务资本化比率（调整后）分别为 78.27%和 69.72%。

（4）盈利能力

2018—2020 年，受益于房地产及大宗商品贸易收入的增加，华发集团营业收入快速增长，投资收益对利润总额形成了良好补充，但受低毛利率的贸易收入占比提升以及房地产业务毛利率波动下滑影响，华发集团盈利能力略有下降。

受房地产及大宗商品贸易收入增长影响，2018—2020 年华发集团营业收入快速增长，年均复合增长 43.16%；2020 年为 1091.90 亿元，同比增长 37.75%。2018—2020 年，华发集团营业成本快速上涨，年均复合增长 48.69%，增幅高于营业收入；受此影响，华发集团营业利润率持续下降，2020 年为 11.22%。

近三年，华发集团期间费用逐年上升，年均复合增长 13.69%，2020 年为 67.43 亿元，同比增长 8.79%。其中，管理费用 34.84 亿元，同比下降 1.33%；财务费用 16.16 亿元，同比增长 37.84%，主要系债务上升利息费用上升所致。2020 年，华发集团期间费用率为 6.18%，同比下降 1.64 个百分点。

2018—2020 年，华发集团分别实现投资收

益 18.24 亿元、21.73 亿元和 22.51 亿元，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。从构成看，2020 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 13.79 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 3.89 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 3.01 亿元，主要为持有的股权投资基金、债券投资等。2018—2020 年，华发集团利润总额分别为 56.16 亿元、73.67 亿元和 79.30 亿元，构成主要为经营性利润。

从盈利指标看，近三年华发集团总资产收益率和净资产收益率均持续下滑，2020 年分别为 2.39% 和 4.13%，同比分别下降 0.34 个和 0.59 个百分点。

2021 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 267.36 亿元，同比增长 33.97%；利润总额 20.81 亿元，同比增长 14.66%；营业利润率为 11.13%，同比下降 1.28 个百分点。

（5）现金流

受房地产回款增多及商贸板块规模扩大带动，近年来华发集团经营活动现金流入快速增长，收入实现质量保持较高水平；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大幅净流出，筹资活动前流动资金缺口较大，对筹资活动依赖较高。

经营活动方面，2018—2020 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，年均复合增幅为 36.76%；2020 年，华发集团经营活动现金流入量 1366.78 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 1234.27 亿元。2018—2020 年，华发集团现金收入比分别为 122.11%、122.08% 和 113.04%，收入实现质量保持在较高水平。同期，华发集团经营活动现金流出量年均复合增长 30.74%，2020 年为 1060.13 亿元，同比增长 26.95%，主要系房地产、土地一级开发等项目投入增加以及贸易业务扩张所致。近三年，华发集团经营活动净现金流均表现为净流入，分别为

110.62 亿元、218.28 亿元和 306.65 亿元。

投资活动方面，2018—2020 年，受收回投资收到的现金增加影响，华发集团投资活动现金流入持续上升，年均复合增长 53.56%。2020 年，华发集团投资活动现金流入 222.14 亿元，主要由收回投资收到的现金 177.50 亿元构成。近三年，华发集团投资活动现金流出规模持续增长，年均复合增长 48.42%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金增长所致。2020 年，华发集团投资活动现金流出同比增长 73.52% 至 997.76 亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 536.32 亿元，投资支付的现金 454.21 亿元，同比增长 43.03%，主要系对股权、债权等投资规模加大所致。2018—2020 年，华发集团投资活动现金流净额分别为 -358.72 亿元、-444.48 亿元和 -775.62 亿元，受土地储备及自有房建类项目支出、对外投资支出等规模大影响，投资活动持续表现为大幅净流出。

筹资活动方面，2018—2020 年，华发集团筹资活动现金流入持续增长，年均复合增幅为 31.90%；2020 年，华发集团筹资活动现金流入 2132.77 亿元，同比增长 48.58%，主要系通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。2018—2020 年，华发集团筹资活动现金流出年均复合增长 29.75%，2020 年为 1438.92 亿元，同比增加 323.81 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。2018—2020 年，华发集团筹资活动现金流量净额分别为 371.13 亿元、320.31 亿元和 693.85 亿元。

2021 年 1—3 月，华发集团经营活动现金净流入 45.84 亿元，投资活动现金净流出 124.20 亿元，筹资活动现金流量净额为 71.78 亿元。

（6）偿债能力

华发集团短期偿债能力指标较好，长期偿债能力指标一般，考虑到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，资产质量良好，融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年，

华发集团流动比率及速动比率有所波动，2020年末分别为186.69%和70.15%。截至2021年3月末，华发集团流动比率和速动比率分别为184.98%和66.26%，较2020年末变化不大。2018—2020年，华发集团经营现金流动负债比分别为8.69%、13.87%和14.33%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱；考虑到流动负债中预收售房款较多，华发集团实际偿债能力强于指标值。截至2021年3月末，华发集团现金类资产863.15亿元，对短期债务的覆盖倍数为0.99倍，短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，华发集团EBITDA逐年增长，2020年为126.79亿元；全部债务/EBITDA波动较大，2020年为17.69倍；EBITDA利息倍数有所波动，2020年为1.19倍。华发集团长期偿债能力指标一般。

截至2021年3月末，华发集团共获得金融机构授信额度2690.33亿元，尚未使用1559.24亿元，间接融资渠道畅通。另外，华发集团直接或间接控股5家主板上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2021年3月末，华发集团对外担保余额191.26亿元，被担保方主要为华发集团关联方，华发集团整体担保比率较低，或有负债风险可控。

(7) 母公司财务分析

华发集团资产及业务主要集中于子公司，母公司收入规模小，利润主要来自投资收益；所有者权益中永续债规模较大，权益稳定性较弱，母公司实际债务负担很重。

截至2020年末，母公司资产总额714.15亿元，主要为长期股权投资、其他应收款和货币资金；所有者权益285.31亿元，其中永续债230.30亿元；负债总额428.84亿元，主要为短期借款及发行的债券。2020年，母公司实现营业收入1.40亿元，利润总额9.10亿元，利润主要来自投资收益。截至2020年末，母公司资产负债率为60.05%，全部债务资本化比率为59.42%，考虑所有者权益主要为永续债，实际债务负担很重。

截至2021年3月末，母公司资产总额851.68亿元，所有者权益290.44亿元；2021年1—3月，

母公司实现营业收入0.51亿元，利润总额-1.24亿元。

(8) 企业信用记录

华发集团历史履约情况良好。

根据华发集团提供的中国人民银行征信管理平台《企业信用记录》（授信机构版），截至2021年5月7日，华发集团本部无未结清不良信贷信息记录；存在8笔已结清关注类贷款，根据珠海农村商业银行股份有限公司（以下简称“珠海农商行”）出具的情况说明：上述贷款被列入关注主要系华发集团为珠海农商行关系人，华发集团的关联贷款属于关系人贷款，珠海农商行根据《农村合作金融机构信贷资产风险分类指引》（银监发〔2006〕23号）规定将关系人发放的贷款列为关注类，上述款项均已正常收回。

根据华发集团提供的中国人民银行征信管理平台《企业信用记录》（授信机构版），截至2021年4月16日，华发投控本部无已结清及未结清不良信贷信息记录。

根据华发集团提供的中国人民银行征信管理平台《企业信用记录》（授信机构版），截至2021年3月22日，华发股份本部无已结清及未结清不良信贷信息记录。

根据华发集团提供的中国人民银行征信管理平台《企业信用记录》（授信机构版），截至2021年5月7日，华发综合发展本部无已结清及未结清不良信贷信息记录。

5. 华发集团存续债券保障能力分析

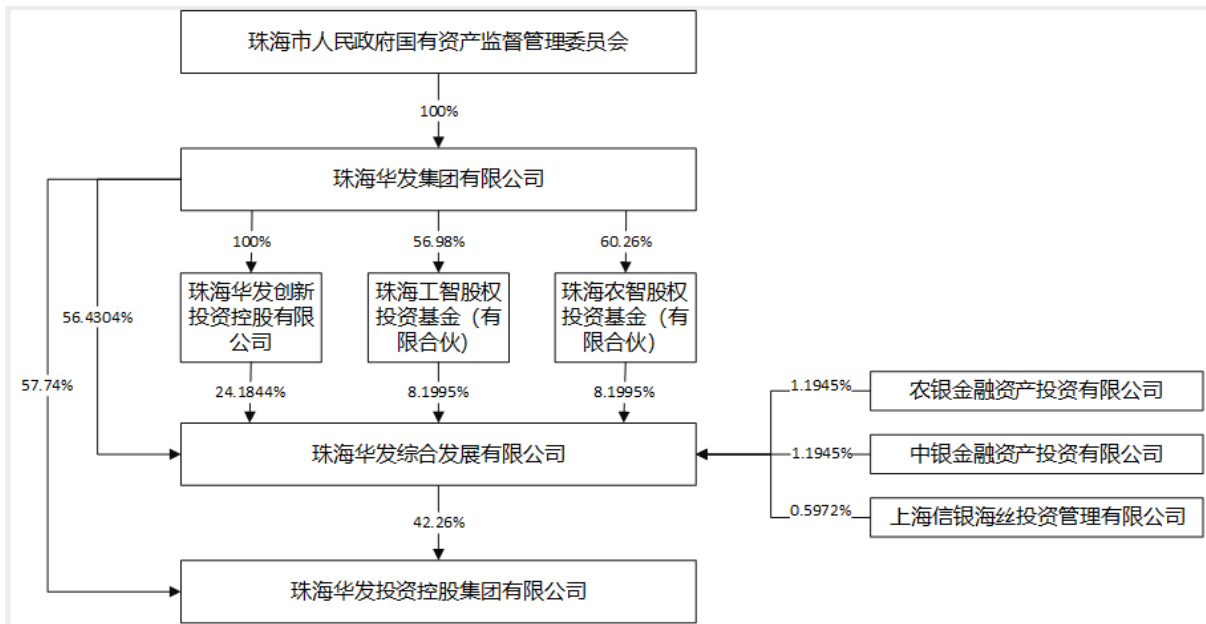
华发集团的担保对“20华控02”“20华控01”“19珠控02”“19珠纒02”“19珠控01”偿还具有较为积极的影响。

以2021年3月末财务数据测算，“20华控02”“20华控01”“19珠控02”“19珠纒02”“19珠控01”发行额度合计70.00亿元，占华发集团资产总额的1.35%，净资产总额的5.13%，占比较小。另外，考虑到华发集团的综合竞争力，其担保对于本报告跟踪的有担保债券的到期还本付息具有较为积极的影响。

十二、结论

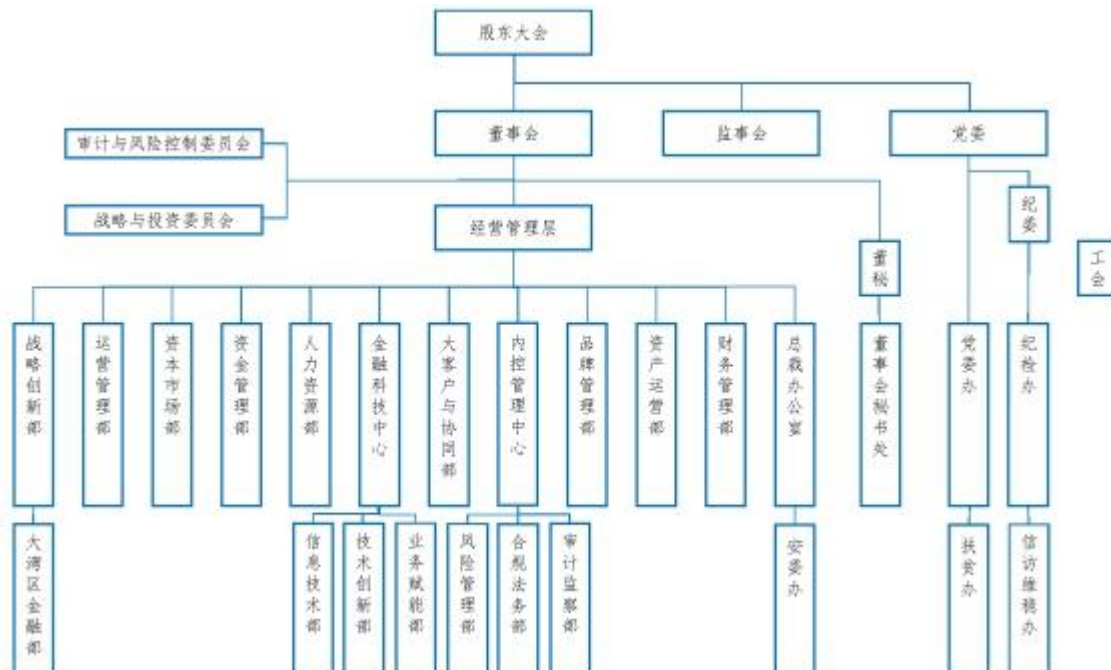
综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,维持“21 华控 01”“20 华控 02”“20 华控 01”“19 珠控 02”“19 珠纾 02”“19 珠控 01”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末珠海华发投资控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末珠海华发投资控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年末珠海华发投资控股集团有限公司
 主要子公司情况

序号	企业名称	主营业务	注册资 本 (亿 元)	实收 资本 (亿 元)	持股 比例 (%)	表决权 比例 (%)	取得 方式
1	华金证券股份有限公司	证券业务	34.50	34.50	79.01	79.01	非同一控制 下企业合并
2	华金期货有限公司	期货业务	6.00	6.00	100.00	100.00	非同一控制 下企业合并
3	珠海华金融资担保有限 公司	融资担保	3.00	3.00	100.00	100.00	新设
4	华金资产管理（深圳） 有限公司	基金管理	27.00	27.00	100.00	100.00	新设
5	珠海产权交易中心有限 责任公司	产权交易 服务	1.00	1.00	100.00	100.00	新设
6	横琴国际知识产权交易 中心有限公司	知识产权 交易服务	1.00	1.00	51.00	51.00	新设
7	珠海铎创投资管理有限 公司	投资管理	50.00	50.00	100.00	100.00	新设
8	珠海金控股权投资管理 有限公司	基金管理	0.05	0.05	100.00	100.00	新设
9	珠海市海融资产管理有 限公司	股权投资	10.39	10.39	100.00	100.00	非同一控制 下企业合并
10	珠海发展投资基金（有 限合伙）	基金投资 管理	100.00	84.89	0.94	43.84	新设
11	珠海横琴新区丰铎股权 投资基金管理有限公司	基金管理	0.31	0.31	51.00	51.00	新设
12	珠海横琴华发七弦琴知 识产权服务有限公司	知识产权 交易服务	0.01	0.01	51.00	51.00	新设
13	珠海华发拍卖有限公司	拍卖	0.12	0.12	100.00	100.00	新设
14	珠海发展投资基金管理 有限公司	基金投资 管理	1.50	1.00	57.26	57.26	新设

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 珠海华发投资控股集团有限公司
主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
资产总额 (亿元)	395.99	555.54	611.53
所有者权益 (亿元)	188.70	334.61	372.23
归属于母公司所有者权益 (亿元)	108.89	239.54	273.88
短期债务 (亿元)	131.97	73.13	52.76
长期债务 (亿元)	28.88	102.07	132.90
全部债务 (亿元)	160.85	175.20	185.66
营业收入 (亿元)	8.13	15.38	19.15
投资收益 (亿元)	15.48	14.50	14.35
利润总额 (亿元)	9.61	9.15	15.90
EBITDA (亿元)	14.02	16.49	21.83
筹资前净现金流 (亿元)	-6.87	-88.05	-46.48
财务指标			
营业利润率 (%)	55.86	63.60	77.53
资产收益率 (%)	2.29	1.67	2.49
净资产收益率 (%)	4.77	3.04	4.11
归母净资产收益率 (%)	5.38	3.03	4.77
长期债务资本化比率 (%)	13.27	23.37	26.31
全部债务资本化比率 (%)	46.02	34.37	33.28
资产负债率 (%)	52.35	39.77	39.13
流动比率 (%)	94.73	289.60	325.75
筹资前净现金流流动负债比 (%)	-3.87	-74.48	-43.94
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.64	1.88	3.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.20	2.11	3.37
全部债务/EBITDA (倍)	11.47	10.63	8.51

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

附件 2-2 珠海华发投资控股集团有限公司
主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
资产总额 (亿元)	156.67	322.62	401.65
所有者权益 (亿元)	104.22	226.81	280.70
短期债务 (亿元)	9.17	6.21	9.78
长期债务 (亿元)	14.94	87.02	102.29
全部债务 (亿元)	24.11	93.23	112.08
营业收入 (亿元)	0.34	0.48	1.40
投资收益 (亿元)	1.75	3.10	5.67
利润总额 (亿元)	0.19	0.86	4.94
EBITDA (亿元)	1.75	3.29	10.30
筹资前净现金流 (亿元)	7.14	-101.49	-72.67
财务指标			
营业利润率 (%)	55.52	178.78	352.18
资产收益率 (%)	0.12	0.36	1.36
净资产收益率 (%)	0.18	0.52	1.95
长期债务资本化比率 (%)	12.54	27.73	26.71
全部债务资本化比率 (%)	18.79	29.13	28.53
资产负债率 (%)	33.48	29.70	30.11
流动比率 (%)	62.33	1067.96	681.67
筹资前净现金流流动负债比 (%)	19.05	-1154.32	-400.08
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	1.13	3.47	4.03
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.14	1.36	1.93
全部债务/EBITDA (倍)	13.80	28.33	10.88

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

附件 2-3 珠海华发集团有限公司

主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	477.64	645.43	856.40	863.15
资产总额 (亿元)	2826.17	3618.40	4877.83	5189.81
所有者权益 (亿元)	860.58	1070.67	1342.73	1365.33
短期债务 (亿元)	630.69	633.69	862.82	867.92
长期债务 (亿元)	683.05	965.98	1380.47	1490.91
全部债务 (亿元)	1313.73	1599.67	2243.29	2358.84
营业收入 (亿元)	532.79	792.69	1091.90	267.36
利润总额 (亿元)	56.16	73.67	79.30	20.81
EBITDA (亿元)	82.86	101.66	126.79	/
经营性净现金流 (亿元)	110.62	218.28	306.65	45.84
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	21.38	14.25	13.39	--
存货周转次数 (次)	0.30	0.38	0.43	--
总资产周转次数 (次)	0.21	0.25	0.26	--
现金收入比 (%)	122.11	122.08	113.04	142.73
营业利润率 (%)	16.77	14.35	11.22	11.13
总资本收益率 (%)	2.85	2.73	2.39	--
净资产收益率 (%)	4.73	4.72	4.13	--
长期债务资本化比率 (%)	44.25	47.43	50.69	52.20
全部债务资本化比率 (%)	60.42	59.91	62.56	63.34
资产负债率 (%)	69.55	70.41	72.47	73.69
流动比率 (%)	182.43	190.99	186.69	184.98
速动比率 (%)	62.40	71.05	70.15	66.26
经营现金流动负债比 (%)	8.69	13.87	14.33	--
现金短期债务比 (倍)	0.76	1.02	0.99	0.99
全部债务/EBITDA (倍)	15.86	15.73	17.69	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.19	1.36	1.19	/

注: 1.其他流动负债中有息部分已调入短期债务计算; 长期应付款中应付融资租赁款、其他非流动负债中有息部分已调入长期债务计算; 2018 - 2021 年 3 月末, 所有者权益中其他权益工具分别为 91.80 亿元、131.91 亿元和 230.30 亿元, 未纳入有息债务核算; 2. 2021 年一季度财务报表未经审计, 相关指标未年化

资料来源: 华发集团审计报告及财务报表, 联合资信整理

附件 3-1 主要财务指标的计算公式 (珠海华发投资控股集团有限公司)

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
盈利指标	
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
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+期初全部有息债务+期末所有者权益+期末全部有息债务) / 2]×100%
资产收益率	当期净利润 / [(期初资产总额+期末资产总额) / 2]×100%
净资产收益率	当期净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
债务结构指标	
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部有息债务 / (全部有息债务+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%
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%
筹资前净现金流流动负债比	筹资前净现金流/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务

注: 短期债务=短期借款+拆入资金+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债中的有息债务+应付短期债券+其他科目里的短期有息债务
 长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出
 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
 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
 筹资前净现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 3-2 主要财务指标的计算公式

(珠海华发集团有限公司)

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-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+存放同业及其他金融机构款项+结算备付金+应收货币保证金+应收质押保证金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+吸收存款及同业存放+卖出回购金融资产+向中央银行借款

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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。