

信用评级公告

联合〔2023〕4109号

联合资信评估股份有限公司通过对珠海华发集团有限公司主体及其拟发行的2023年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定珠海华发集团有限公司主体长期信用等级为AAA，珠海华发集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月十五日

珠海华发集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券（第二期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 10.00 亿元(含 10.00 亿元)

本期债券期限：品种一：2+N（2）年，品种二：3+N（3）年；在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：按年付息，根据发行条款约定赎回时还本

募集资金用途：偿还存量债务

评级时间：2023 年 6 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：公司是珠海市国资委直属的综合性企业集团，区域地位显著，政府支持力度大			+1	
评级结果			AAA	

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

评级观点

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”）是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”）直属的以科技产业、金融产业、城市产业为三大产业集群并举发展的综合性企业集团，在经营规模、品牌影响力、业务多元化等方面具有竞争优势。2021年以来，珠海市国资委以货币资金形式先后向公司增加资本金人民币158亿元，股东支持力度大。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司房地产及土地一级开发业务收益实现存在不确定性、有息债务规模快速增长、债务负担很重等因素对其信用水平带来的不利影响。

本期债券具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。同时，赎回条款设置使本期债券不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱。公司经营活动现金流入量对本期债券发行后公司长期债务的保障能力尚可，考虑到公司的区域竞争优势，其融资渠道畅通，资产质量好，均为本期债券的偿还提供支撑。

未来，受益于粤港澳大湾区城市群发展等一系列国家级支持政策的叠加、公司土地一级开发和房地产项目的逐步推进、金融板块和产业投资板块的稳步发展，公司综合竞争力有望进一步巩固。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，本期债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展政策环境良好。**珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。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

同业比较：

主要指标	公司	无锡产发	厦门建发
最新信用等级	AAA	AAA	AAA
数据时间	2022	2022	2022
控股股东	珠海市人民政府国有资产监督管理委员会	无锡市人民政府国有资产监督管理委员会	厦门市人民政府国有资产监督管理委员会
调整后营业利润率	4.72	-0.53	1.43
资产总额（亿元）	6504.04	1,069.72	6647.54
所有者权益（亿元）	1685.25	368.90	1653.44
营业总收入（亿元）	1576.36	917.01	8328.12
营业利润率（%）	11.11	5.13	3.58
利润总额（亿元）	103.46	-7.69	161.74
资产负债率（%）	74.09	65.51	75.13
全部债务资本化率（%）	64.01	56.69	48.59
全部债务/EBITDA	18.96	21.51	8.10
EBITDA 利息倍数(倍)	1.13	1.76	2.66

注：无锡产发为无锡产业发展集团有限公司，厦门建发为厦门建发股份有限公司

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

分析师：闫力 张梦苏

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

市面临重要的发展机遇，公司外部发展政策环境良好。

2. **产业及区域竞争优势明显。**公司是珠海市国资委直属的综合性企业集团，是珠海市五大国资板块中基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要运营主体。
3. **营业总收入快速增长，投资收益对利润形成良好补充。**受益于房地产及战略性投资并购公司收入规模上升，公司营业总收入快速增长；2020—2022年，公司分别实现投资收益22.51亿元、16.26亿元和35.30亿元，对利润形成良好补充。

关注

1. **公司房地产开发和土地开发业务的收益实现存在不确定性。**2022年以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，市场需求尚未回暖，公司房地产开发和土地一级开发业务未来收益实现及去化情况有待关注。
2. **公司存在较大资本支出压力。**截至2023年3月底，公司城市运营板块未来在建项目总投资1029.23亿元，尚需投资408.74亿元，同时考虑房地产开发业务在建项目持续投入以及土地拓展存在较大资金需求，公司存在较大资本支出压力。
3. **有息债务快速增长，整体债务负担很重。**2020—2022年末，随着城市运营、房地产、金融及科技产业投资板块对外投资规模不断扩张，公司有息债务规模快速增长，年均复合增长率为15.59%（公司本部有息债务年复合增长率为52.25%）；截至2023年3月底，公司全部债务资本化比率为64.92%。
4. **公司本部权益稳定性弱，债务负担很重。**截至2023年3月底，公司本部所有者权益304.96亿元中，其他权益工具（永续债）152.46亿元，公司本部实际债务负担很重。
5. 本期债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点；一旦出现递延，累计

利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	856.06	803.77	760.47	859.66
资产总额(亿元)	4,877.83	5,774.23	6,504.04	6,852.60
所有者权益(亿元)	1,342.73	1,503.18	1,685.25	1,719.96
短期债务(亿元)	862.82	823.03	923.70	1,046.37
长期债务(亿元)	1,380.47	1,794.59	2,073.84	2,137.27
全部债务(亿元)	2,243.29	2,617.62	2,997.53	3,183.64
营业总收入(亿元)	1,091.90	1,419.43	1,576.36	445.60
利润总额(亿元)	79.30	100.31	103.46	22.18
EBITDA(亿元)	116.73	155.43	158.12	--
经营性净现金流 (亿元)	306.65	425.45	462.64	128.33
现金收入比(%)	113.04	125.01	124.79	123.78
营业利润率(%)	11.22	11.98	11.11	8.99
净资产收益率(%)	4.13	4.52	4.22	--
资产负债率(%)	72.47	73.97	74.09	74.90
全部债务资本化比 率(%)	62.56	63.52	64.01	64.92
流动比率(%)	186.69	183.83	181.50	177.67
速动比率(%)	70.15	67.61	63.51	63.68
经营现金流动负债 比(%)	14.33	17.42	17.09	--
现金短期债务比 (倍)	0.99	0.98	0.82	0.82
全部债务 /EBITDA(倍)	19.22	16.84	18.96	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.09	1.23	1.13	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	714.15	1,288.18	1,381.55	1,472.19
所有者权益(亿元)	285.31	358.85	304.96	335.41
全部债务(亿元)	418.85	843.21	970.87	1,098.19
营业总收入(亿元)	1.40	2.78	4.06	0.35
利润总额(亿元)	9.10	5.32	3.05	18.34
资产负债率(%)	60.05	72.14	77.93	77.22
全部债务资本化比 率(%)	59.48	70.15	76.10	76.60
流动比率(%)	81.95	71.46	84.00	102.60
经营现金流动负债 比(%)	0.76	2.89	0.67	--

注：2023 年一季度度财务报表未经审计；其他流动负债中有息部分已计入短期债务计算；合并口径长期应付款中应付融资租赁款、其他非流动负债等科目中有息部分计入长期债务计算；2020—2023 年 3 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 230.1 亿元、243.48 亿元、135.66 亿元和 148.20 亿元，未纳入有息债务核算；因口径调整部分财务指标较此前披露数据有所差异

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2023/06/02	闫力、张梦苏	城市基础设施投资企业信用评级方法V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA	稳定	2017/05/17	赵传第、许狄龙	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2012/01/09	刘小平、程晨	城投债评级方法及风险点简介（2010年）	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

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

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

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

珠海华发集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券（第二期）信用评级报告

一、主体概况

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”或“华发集团”）隶属于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”）。2021年8月5日，根据《广东省人民政府关于印发广东省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（粤府〔2020〕10号）和《广东省财政厅广东省人力资源和社会保障厅广东省人民政府国有资产监督管理委员会关于划转部分国有资本充实社保基金有关事项的通知》（粤财资〔2020〕78号）要求，珠海市国资委同意划转华发集团股权的10%至广东省财政厅，本次股权划转事项已完成工商变更登记。2021年，珠海市国资委同意以货币资金形式向公司增加资本金158亿元，11月4日，公司已收到首次出资款80亿元，其中3.02亿元作实收资本入账，溢缴部分充实资本公积（76.98亿元），上述增资已于2021年11月底完成工商变更。2022年2月28日，公司收到剩余出资款78亿元，其中3.04亿元以实收资本入账，溢缴部分充实资本公积（74.96亿元），珠海市国资委和广东省财政厅持有公司的股权比例变更为93.51%和6.49%。

2022年6月29日，经公司股东会议商定，同意将资本公积151.94亿元全部转为注册资本，按股东的持股比例进行分配，其中珠海市国资委享有142.07亿元，广东省财政厅享有9.86亿元，资本公积转增注册资本后，公司注册资本变更为169.20亿元，珠海市国资委出资158.22亿元，持股93.51%，广东省财政厅出资10.98亿元，持股6.49%，已完成工商变更，公司实控人为珠海市国资委。

公司成立至今已有四十年历史，坚持“科技、金融、城市”三大产业集群的发展模式，其中城市产业集群包括城市运营、房产开发、现代服务、商贸服务，是公司最重要的盈利来

源；金融产业集群包括牌照金融、创新金融及金融科技等业务，金融牌照覆盖银行、证券、保险、期货、金融租赁、财务公司等；科技产业集群涵盖财务性投资、战略性投资、实体产业发展载体平台运营等三大业务。

截至 2023 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司 1074 家，其中包括 7 家上市公司，分别为①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”，公司直接和间接合计持股比例 27.88%）、②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：0982.HK，2022 年底公司间接持股比例 10.81%，以下简称“华发物业服务”）、③香港庄臣控股有限公司（股票代码：01955.HK，以下简称“庄臣控股”，公司间接持股比例 44.24%）；④深圳市维业装饰集团股份有限公司（以下简称“维业股份”，公司间接持股 25.33%）、通过珠海华发科技产业集团有限公司（以下简称“华发科技”）间接控股合并⑤珠海光库科技股份有限公司（以下简称“光库科技”，公司间接持股 22.11%）、⑥华灿光电股份有限公司（以下简称“华灿光电”，公司间接持股比例 23.14%）和⑦北京迪信通商贸股份有限公司（6188.HK，以下简称“迪信通”，公司间接持股 66.17%）。此外，公司参股⑧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”，公司间接持股比例 28.45%）。

截至 2022 年底，公司资产总额 6,504.04 亿元，所有者权益 1,685.25 亿元（含少数股东权益 1,119.18 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 1,576.36 亿元，利润总额 103.46 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 6,852.60 亿元，所有者权益 1,719.96 亿元（含少数股东权益 1,128.74 亿元）；2023 年 1—3 月，

公司实现营业总收入 445.60 亿元，利润总额 22.18 亿元。

公司住所：珠海市拱北联安路 9 号；法定代表人：李光宁。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司面向专业投资者公开发行不超过人民币 35 亿元（含 35 亿元）的可续期公司债券于 2022 年 12 月 22 日经中国证券监督管理委员会注册（证监〔2022〕3217 号）。现公司计划在该注册框架下发行 2023 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元）。其中，品种一期期限为 2+N（2）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；品种二期限为 3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期债券各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。

本期债券募集资金拟用于偿还公司存量债务。

本期债券无担保。

2. 本期债券条款分析

本期债券在条款设置上区别于普通债券，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期债券品种一期期限为 2+N（2）年，品种二期限为 3+N（3）年，在公司依据发行条款的约定赎回时到期。除公司因税务政策变更进行赎回和因会计准则变更进行赎回情形外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券；公司如果进行赎回，将以票面面值加当期利息及递延支

付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同，将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。

如公司选择赎回，则于赎回日前 20 个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告；如公司选择不赎回，则于付息日前 30 个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

债券利率及其确定方式

品种一：

前 2 个计息年度的票面利率通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 2 个计息年度内保持不变。前 2 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差。自第 3 个计息年度起，每 2 年重置一次票面利率。如公司不行使赎回权，则从第 3 个计息年度开始，每 2 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率，在之后的 2 个计息年度内保持不变。

品种二：

前 3 个计息年度的票面利率通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。前 3 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差。自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。如公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

递延支付利息选择权

除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息

在递延期间应按当期票面利率累计计息。

如公司选择利息递延支付，则于付息日前10个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。

公司（母公司）有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：1、向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）；2、减少注册资本。

在本期债券付息日前12个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起2个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司（母公司）不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）；（2）减少注册资本，公司承诺不存在隐形强制分红情况。

持有人救济条款

如发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期债券的主承销商、联席主承销商自知悉该情形之日起按勤勉尽责的要求召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

清偿顺序

本期债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）从清偿顺序角度分析，本期债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

（2）本期债券若不赎回，则每个票面利率重置日重置票面利率为当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，公司在本期债券赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）除发生强制付息事件，公司可选择递延利息支付且递延利息次数不受限制；本期债券的发行条款对利息支付的约束力较弱。

综合以上分析，本期债券具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点，联

合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券在清偿顺序方面等同于公司普通债务；同时，赎回条款设置使本期债券不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱；若公司选择行使相关权利，导致本期债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。此外，公司一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

三、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回

升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

四、行业及区域环境分析

1. 房地产行业

2022 年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023 年国内房地产市场会有阶段性回暖，但长期不确定性仍大。

完整版行业分析详见《[2023 年房地产行业分析](#)》。

2. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用

风险。详见《[2023 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

3. 区域环境

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。

珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九洲、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔和跨境工业区共 8 个国家一类口岸。随着粤港澳大湾区发展正式列入国家经济发展战略、港珠澳大桥的贯通及横琴自由贸易区政策优势的显现，珠海作为陆域交通与港澳连接的唯一城市，以及粤港澳大湾区重要的节点城市，迎来重大发展机遇，将在粤港澳大湾区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，未来发展前景良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，广东省财政厅持有公司 6.49% 的股权，珠海市国资委持有公司 93.51% 的股权，公司实际控制人为珠海市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司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，已形成科技产业、金融产业、城市产业三大产业集群，以基础设施和城市运营、房地产开发、金融服务和科技产业投资为核心业务，在经营规模、区域地位、

品牌影响力和多元化发展等方面具有显著优势。

2020年初，珠海市人民政府印发了《珠海市人民政府市属国有企业重组整合方案》，按照加大国有资本布局结构战略性调整、推动优质资源向优势企业集中、理顺部分企业产权关系的改革思路进行国有资本战略性调整和重组，将珠海市人民政府市属国有企业纳入五大国资板块，公司作为其中基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要经营主体，区域地位显著。

公司各业务板块主要由下属子公司运营。其中，城市产业运营业务和商贸服务集中于重要子公司珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合发展”）；现代服务业务由其子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司（以下简称“华发现代服务”）、华发物业服务及庄臣控股负责；房产开发业务主要由华发股份负责运营；金融产业由华发投控和珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）负责运营；科技产业业务主要由华发科技负责运营。

基础设施和城市运营方面，公司房产开发业务在珠海市场占有率常年排第一，城市片区综合开发约 38.50 平方公里，占珠海市比重近 90%；现代金融方面，珠海华发投资控股集团有限公司（简称“华发投控”）基本涵盖了全金融牌照，是珠海市现代金融板块的主体企业；战略新兴产业方面，公司与珠海格力集团有限公司作为珠海市战略新兴板块的主体企业，是珠海市产业升级和助力粤澳深度合作的重要引擎。

表 1 截至 2022 年底公司主要控股公司情况（单位：亿元）

公司名称	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
华发综合发展	1596.20	755.35	585.75	19.50
华发投控	784.46	493.08	29.36	17.83
华发科技	507.79	327.19	70.81	6.54
华发股份	4026.91	1094.49	591.90	47.26

资料来源：公司提供、公开资料

3. 人员素质

公司员工整体文化素质、专业及年龄构成能够满足公司经营发展需要。

截至 2023 年 3 月底，公司共有高级管理人员 15 人。

李光宁先生，1971 年出生，硕士研究生学历，毕业于中山大学世界经济专业；现任公司党委副书记、总经理，兼任华发股份董事局主席等职务。

谢伟先生，1974 年出生，大学本科学历，毕业于中南财经政法大学经济法专业；现任公司董事、常务副总经理，华发投控董事长、总裁。

截至 2023 年 3 月底，公司拥有在职员工共 24431 人（不含庄臣控股、维业股份、光库科技、华灿光电和迪信通）。从教育程度来看，硕士研究生及以上人员占 11.46%，本科人员占 37.99%，大专及以下人员占 50.55%。从年龄构成来看，30 岁及以下员工占 30.78%，31~50 岁占 59.34%，50 岁以上占 9.88%。从专业构成来看，管理、专业及支持类占 57.20%，技能操作类人员占 42.80%。

4. 企业信用记录

公司本部历史履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信管理平台《企业信用记录》，截至 2023 年 5 月 23 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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2023 年 6 月 15 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司建立了规范的法人治理结构和较为全面的内部管理制度，综合管理水平高。

1. 法人治理结构

为了规范公司的组织和行为，保护出资人、公司和利益相关者的合法权益，根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，公司制定了《公司章程》。

公司设置股东会，由珠海市国资委和广东省财政厅组成，行使股东会职权并承担相应义务；广东省财政厅将除增减公司注册资本外的其他权利委托给珠海市国资委全权行使，具体包括审批公司经营方针、发展策略、中长期规划、公司主业定位及其调整，任免非职工代表担任的董事、监事，推荐总经理人选，委派财务总监，决定高级管理人员职数，审批公司年度财务预决算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案，审批公司及其具有实际控制权的下属企业报批事项、发行债券、国有产权变动等职责。

公司设董事会，由 9 人组成，设职工董事 1 名，由公司职工（代表）大会选举产生；非职工董事由珠海市国资委委派。董事会设董事长 1 人，可设置副董事长，由珠海市国资委任命。董事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。董事会对股东会负责，行使执行股东会决定并向股东会报告工作，制定公司发展战略和中长期发展规划、年度财政预决算方案、利润分配方案，决定公司及其具有实际控制权的下属企业间接融资事项、对全资子公司担保事项等职权。

公司设监事会，对股东会负责，履行监督检查企业贯彻执行有关法律、行政法规、部门规章、国资监管制度和股东会意见的情况，监督检查董事、经营班子成员履职情况、检查公司财务状况等职责。截至本报告出具日，公司

原监事会主席已被免职，当前监事会成员共 4 人。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，公司总经理为公司的法定代表人；设其他高级管理人员若干名，由董事会按照有关规定聘任或解聘。

2. 管理水平

华发集团内设战略发展中心、运营管理中心、战略并购管理中心、科技创新中心、资本管理中心、人力资源管理中心、信息管理中心、资金管理中心、财务管理中心、内控管理中心、品牌管理部、法律事务部、审计部和总务部等职能部门，部门设置能够满足日常管理需要。公司严格执行国家及行业的相关规范，制定了较为完备的内部控制制度，包括财务管理、预算管理、采购管理、投资管理、融资管理和担保管理等制度。

财务管理方面，公司制定了《珠海华发集团有限公司会计基础工作规范（2022 版）》《珠海华发集团有限公司利润分配管理办法（2022 版）》《珠海华发集团有限公司差旅费管理规定（2021 版）》等制度，各管理办法从管控原则、规范事项、审批程序等方面做了详尽的规定。

预算管理方面，公司制定了财务预算管理的有关规定，由财务管理中心具体负责公司的预算编制和管理工作，包括公司预算编制的内容及程序、预算的执行与控制、年终决算、预算执行情况的考评等。公司总经理是预算编制的总负责人，公司财务总监或财务管理中心负责人是预算编制和执行的具体负责人，具体负责落实财务预算编制方针，组织编制财务预算，协助总经理协调处理财务预算编制和执行过程中的问题。

投资管理方面，公司为集团/全资子公司的战略性股权投资业务、财务性股权直接投资业务和基金投资业务制定了统一的投资管理办法，公司指定相关职能部门组织实施投资项目

的可行性分析和评估，制定投资计划按权限上报公司总经理办公会、董事会审议，对于超过权限的还需上报股东珠海市国资委审议；原已通过审批的项目，如果在实施推进过程中，其关键指标与原申报材料相比有较大的差异、或者所涉及的资金超出原估算额度的，须重新审核。参股、合营公司根据其公司治理结构，参考公司的投资管理办法制定相关业务制度；华发股份等控股上市公司则按照上市公司监管制度和其相关管理制度执行。

融资管理方面，公司对外融资按照《珠海华发集团有限公司融资担保管理办法（2022版）》（以下简称“办法”）执行，以防范融资风险，降低融资成本，实现国有资产保值增值目标。办法适用于集团公司及全资子公司、控股子公司，上市公司及其控股公司除外。办法规定，公司董事会负责融资活动审批，资金管理中心负责对外融资管理，财务管理中心负责对外融资核算，审计部负责对外融资监督，部门各司其职做好融资的日常管理，同时密切关注和防范融资风险。办法还对融资审批及流程、融资日常管理、融资风险管理、融资档案管理做了详细规定。

担保管理方面，为了加强公司对担保业务的管理和控制，降低风险，避免损失，结合公司实际情况，制定《担保管理办法》。公司原则上只对所属全资或控股企业提供担保；需要公司提供担保的下属单位必须向公司总经办提出申请，并须经公司董事会批准；担保申请批准后，总经办将有关批文转发资金管理中心，由资金管理中心负责办理相关担保手续；公司及下属子公司对外提供担保，必须经公司董事会审批，如按规定需报珠海市国资委审批的应在获得批准后才能办理；资金管理中心负责建立担保台账，及时掌握担保信息，追踪和监控担保责任的履行和风险控制。

资金管理方面，华发股份独立运作，非上市公司垂直化管理由公司的资金部门管控，资金归集按照不同监管部门要求做不同的管理。

公司制定了《珠海华发集团有限公司资金内部调拨管理办法（2022年版）》，适用于集团公司及全资子公司、控股子公司（不含上市公司）。集团公司资金调拨范围为各公司之间以及公司内部不同账户之间的资金划转。集团公司资金内部调拨的牵头管理部门为资金管理中心，集团财务管理中心及各公司财务职能部门是资金内部调拨的执行及协作部门。各公司原则上须在珠海华发集团财务有限公司开立一般结算账户，供公司日常结算与资金归集使用。对于计划内用款，实行优先审批原则，对于计划外用款，资金内部调拨发起部门应根据公司的业务需求和资金情况提前向集团资金管理中心提出申请。集团财务管理中心或各公司财务职能部门应及时按照资金内部调拨的审批意见进行资金划转，并跟踪落实资金到位情况。

采购管理方面，公司制定了《非工程类采购等交易行为管理制度》，对采购范围、采购流程等方面进行了规范。

七、重大事项

1、华灿光电拟非公开发行股份

华灿光电拟非公开发行股份引入新股东，发行完成后其实控人将变更。

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，华发科技通过定增及协议转让的方式成为华灿光电控股股东，华灿光电实际控制人为珠海市国资委。

2022年11月28日，华灿光电公告显示华发集团收到珠海市国资委的《关于华灿光电通过向特定对象发行股票方式引入京东方的意见》（珠国资〔2022〕236号）（以下简称“意见”），意见主要为同意华灿光电向京东方科技集团股份有限公司（以下简称“京东方”）定向公司人民币普通股 372,070,935 股股份（最终发行数量以中国证监会同意注册的数量为准），发行价格为 5.60 元/股，不低于基准日前二十个交易日股价均价的 80%，发行规模

2,083,597,236 元。此外, New Sure Limited 与京东方签订了《股份表决权管理协议》, 拟将其持有的华灿光电全部股份 56,817,391 股的表决权、提名权及其附属权利, 不可撤销地委托给京东方行使及管理。

珠海市国资委出具了《关于华灿光电通过向特定对象发行股票方式引入京东方的意见》(珠国资〔2022〕236 号), 同意华发科技向京东方出具关于不谋求华灿光电实际控制权的承诺函, 上述事项完成后, 京东方将持有华灿光电 23.08% 的股份, 控制 26.60% 的表决权; 华发科技将持有华灿光电 19.13% 的股份, 及相应表决权, 华灿光电实际控制人由珠海市国资委变更为北京电子控股有限责任公司。联合资信将持续关注上述事项进展。

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 2022 年底, 华灿光电资产总额 110.79 亿元, 所有者权益 62.82 亿元; 2022 年, 华灿光电实现营业收入 23.55 亿元, 利润总额 -2.20 亿元。

2、参与北大方正集团有限公司重组

公司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 28.50% 的股权。

2021 年 1 月 19 日, 公司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, 确定由公司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。

根据公开信息, 新方正集团已于 2021 年 10 月设立完成。重整计划执行完毕后, 新方正集团的股权结构为: 中国平安人寿保险股份有限公司(以下简称“平安人寿”)设立的 SPV 持股约 66.51%、公司(代表珠海国资)设立的 SPV 持股约 28.50%、债权人组成的持股平台(合伙企业)持股约 4.99%, 平安人寿设立的 SPV 为新方正集团的控股股东。

2022 年 12 月 27 日、28 日已支付全部 D 期和 E 期投资款(合计约 488 亿元), 对于债权已获确认的债权人, 方正集团等重整主体已基本完成清偿。

公司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、珠海科技创业投资有限公司, 各方出资比例分别为 49.00%、29.00%、20.00% 和 2.00%。公司拟出资约 101 亿元受让对应新方正集团股权, 分三期支付, 其中约 40 亿元为自有资金, 其余资金拟通过银团贷款等形式融资。新方正集团规模较大且业务多元, 重组周期预计较长, 重组思路为保留医疗板块等优质资产持续经营, 其余资产分批处置。

联合资信将对此项交易后续进展及投资回收情况保持关注。

3、控股迪信通

华发集团通过华发科技和香港华发投资控股有限公司(以下简称“香港华发”)要约收购迪信通并实现控股。

2021 年 2 月 1 日, 港交所主板上市公司迪信通与华发科技、香港华发于港交所发布联合公告称, 迪信通股东北京迪尔通咨询有限公司和迪信通科技集团有限公司向华发集团转让合计 15% 的股权, 此外, 华发集团将以每股 3.8429 港元向其他股东提出强制性有条件要约收购。

截至 2021 年 6 月 3 日, 根据公告要约结果显示, 公司已接获涉及 59468842 股内资股和 327057912 股 H 股, 该项要约收购已完成,

交易总对价 14.00 亿元,形成商誉 10.04 亿元,上述收购无业绩承诺。华发集团共持有迪信通 67.77%的股权,合计控制迪信通 90.76%(含一致行动人)股份对应的表决权,成为迪信通控股股东,于 2021 年 7 月纳入合并范围。

迪信通成立于 2001 年 5 月,主营业务为销售及分销移动通讯设备及配件以及提供增值服务。截至 2022 年底,迪信通资产总额 70.64 亿元,所有者权益 4.38 亿元;2022 年,迪信通实现营业收入 135.23 亿元,净利润-2.79 亿元,同比大幅增长。联合资信将关注迪信通后续经营恢复情况,若未来业绩不达预期,商誉存在一定减值风险。

4、控股方正科技

华发科技作为方正科技重整投资主体,通过参与破产重整控股方正科技 23.50%股权,实现控股。

2022 年 11 月 24 日,方正科技集团股份有限公司(股票代码:600601.SH,股票简称“*ST 方科”,以下简称“方正科技”)发布重整公告称,其控股股东由方正信息产业有限责任公司(以下简称“方正信息产业”)变更为珠海华实焕新方科投资企业(有限合伙)(以下简称“焕新方科”,由华发科技间接持股 100.00%,方正科技实际控制人变更为珠海市国资委。公告显示,2022 年 9 月份,北京市第一中级人民法院裁定受理方正科技重整;10 月 27 日,方正科技管理人发布《关于确定重整投资者的公告》,确定华发科技为方正科技重整投资者,并签署了《重整投资协议》。根据《重整投资协议》约定,华发科技支付重整投资款合计人民币 20 亿元(5.4 亿元用于按协议和重整计划的规定收购 PCB 子公司对方正科技享有的普通债权中债权金额约 17.73 亿元的部分,并全部豁免;13.9 亿元用于按照协议和重整计划的规定支付重整费用和共益债务、清偿各类债权;0.7 亿元拟或在低效资产处置过程中使用),对应重整后方正科技 29.99%的股份比例。华发科技指

定焕新方科受让占重整后方正科技总股本 23.50%的股份;胜宏科技(惠州)股份有限公司(以下简称“胜宏科技”,股票代码 300476.SZ)取得重整后方正科技 5.49%的股份,对应交易作价为 3.66 亿元,剩余股份由华发科技在重整计划执行结束前指定给其他主体。此外,华发科技、焕新方科与胜宏科技签署了《一致行动协议》,权益变动完成后,焕新方科将持有方正科技股权的 23.50%,其与胜宏科技以及其他受让主体为一致行动人,合计持股占方正科技总股本的 29.99%,焕新方科将成为方正科技控股股东。截至 2023 年 3 月底,上述变更已完成。

从主营业务来看,方正科技的业务涵盖生产和销售 PCB 产品、互联网接入服务、IT 系统集成及解决方案等。从业务协同角度来看,华发科技直接或间接持股华灿光电、光库科技、北京国电高科科技有限公司等 PCB 需求领域公司,有利于方正科技 PCB 业务拓客及业务延伸,进一步促进其协同效应。

截至 2022 年底,方正科技资产总额 57.65 亿元,所有者权益规模 34.52 亿元,2022 年收入为 48.89 亿元,利润总额为-4.27 亿元。

八、经营分析

1. 经营概况

公司已形成城市产业、金融产业和科技产业三大产业集群。2020-2022 年,房地产开发业务快速拓展及战略性投资并购公司纳入合并,共同拉动公司营业总收入快速增长;受房地产开发业务及大宗商品批发毛利率波动影响,公司综合毛利率波动下降。

2020-2022 年,公司营业总收入快速增长,年均复合增长 20.15%,主要系房地产销售收入快速增长以及战略性投资并购公司纳入合并所致。2022 年,公司实现营业总收入 1,576.36 亿元,同比增长 11.06%;除大宗商品批发业务毛利率略有上涨外,各业务板块毛利率均有所下降,公司综合毛利率波动下降,近三年分别为 14.47%、15.31%和 14.03%。

表 2 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年			2023 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	477.68	43.75	25.37	560.87	39.51	28.88	688.94	43.70	25.97	157.87	35.43	25.88
土地一级开发	25.21	2.31	42.39	17.38	1.22	33.78	11.30	0.72	7.24	--	--	--
大宗商品批发	499.11	45.71	0.24	622.14	43.83	0.31	566.30	35.92	0.33	195.56	43.89	0.23
物业服务	28.61	2.62	12.64	33.80	2.38	13.97	32.38	2.05	12.21	7.45	1.67	13.15
汽车销售	2.90	0.27	6.78	3.02	0.21	8.48	3.61	0.23	7.52	0.75	0.17	10.70
金融业务	22.48	2.06	84.01	26.27	1.85	88.19	26.88	1.71	82.93	5.39	1.21	77.87
酒店会展服务	2.11	0.19	-111.94	3.00	0.21	16.99	3.39	0.22	-4.38	1.16	0.26	17.40
移动通信设备及配件	--	--	--	45.21	3.18	5.16	133.14	8.45	3.33	43.24	9.70	2.47
电子器件销售及售后服务	--	--	--	20.39	1.44	21.13	22.96	1.46	18.58	4.83	1.08	4.43
建筑设计服务	--	--	--	36.39	2.56	8.58	52.84	3.35	5.30	21.46	4.82	3.76
代建业务	--	--	--	9.54	0.67	-1.44	2.37	0.15	-56.47	0.40	0.09	-50.61
其他业务	33.80	3.09	13.40	41.41	2.92	22.47	32.24	2.05	9.47	7.48	1.68	17.09
合计	1091.90	100.00	14.47	1419.43	100.00	15.31	1576.36	100.00	14.03	445.60	100.00	11.21

注：房地产开发收入包括华发股份收入及华发城市运营商业地产收入；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；其他业务收入包括代理业务、广告业务、工程管理费等；尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

分业务看，2020—2022年，随着项目开发及销售规模不断扩大，公司房地产销售收入持续增长，年均复合增长20.09%，2022年同比增长22.83%至688.94亿元，主要系城市运营板块经营性地产项目确认收入增长所致，占营业收入比重为43.70%；板块毛利率有所波动，2022年同比下降2.91个百分点至25.97%，主要系结转项目盈利水平差异所致。公司土地一级开发收入持续下降，年均复合下降33.05%，2022年为11.30亿元，同比下降34.98%，主要系横琴粤澳深度合作区政策影响，十字门片区土地出让进度放缓所致。大宗商品批发收入是公司第二大主要收入来源，受限于行业特征和盈利模式，近年来利润率维持在低水平；2022年，公司实现大宗商品批发收入566.30亿元，同比下降8.98%，主要系公司对部分盈利水平相对低的业务进行了优化缩减，业务团队重点开拓期现结合、建材、加油站等高毛利业务，毛利率为0.33%，同比略有上升。金融业务近年来发展迅速，全牌照业务格局逐步完善；2022年，公司实现金融收入26.88亿元，同比增长2.32%；业务毛利率为82.93%。

2021年，公司新增移动通信设备及配件、建筑设计服务等业务，主要为战略性投资并购华灿光电、维业股份、光库科技和迪信通形成的收入，2022年上述公司收入规模同比均有所扩大。

2023年1—3月，公司实现营业总收入445.60亿元，同比增长32.82%，主要来自于房地产业务和大宗商品批发业务收入的增长；综合毛利率为11.21%，同比增加0.91个百分点，主要系房地产开发业务毛利率上升所致。

2. 业务经营分析

（1）房地产开发

房地产开发业务主要经营主体为华发股份，为公司主业核心利润来源之一。华发股份深耕珠海市场，重点布局核心一、二线城市，市场影响力和品牌认知度较高。2020—2022年，华发股份经营业绩保持增长，行业需求端疲软对投资积极性有一定削弱，2022年新开工规模明显下降，行业销售大幅承压，但受益于所布局一二线核心城市较高的价格支撑，公司合同销售金额同比保持稳定。联合资信关注到，随着在

建项目推进，华发股份面临较大资本支出压力，且市场需求尚未回暖，华发股份房地产业务未来去化情况有待关注，此外，华发股份合作开发规模较大，需关注行业下行期合联营项目开发运营情况。

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责，华发综合发展从事少部分经营性房地产开发业务。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2022年底，华发股份合并资产总额4026.91亿元，所有者权益1094.49亿元，其中归属于母公司所有者权益197.43亿元；2022年营业收入591.90亿元，同比增长15.51%，利润总额62.83亿元，同比下降8.00%。截至2023年3月底，华发股份合并资产总额4268.51亿元，所有者权益1107.67亿元，其中归属于母公司所有者权益189.74亿元。2023年1-3月，华发股份实现收入119.58亿元，利润总额为11.25亿元，同比增长16.22%。

2020—2022年，华发股份分别实现营业收入510.06亿元、512.41亿元和591.90亿元。其中，房地产销售收入分别为481.12亿元、485.99亿元和567.84亿元。业务毛利率方面，2020—2022年华发股份房地产销售板块毛利率波动下降，2022年为20.25%，同比下降5.37个百分点。

华发股份主要开发产品为住宅。区域拓展上，华发股份扎根珠海，确保珠海的龙头地位的同时，加大对上海、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、广州等高能级城市的投资布局；采取聚焦战略，持续深耕粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江经济带等核心城市群；项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主；拓展方式多元化，除公开市场竞买外，还有合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。

华发股份合作开发规模较大，以国企和央企为主，但仍需关注行业下行期的合作方风险。此外，华发股份与部分出险的民营房企接洽，对部分现存合作项目及旧改项目完成收购，华发股份在项目尽调及风险化解方面具有一定经验，

但仍需关注收购项目中的法律风险以及信用瑕疵等。

2020—2022年，华发股份新开工面积持续下降。2022年，房地产行业下行压力加大，使得新获取项目减少叠加需求减弱，华发股份新开工面积同比下降45.35%；竣工面积保持一定规模，2022年同比增长5.09%。截至2022年底，公司期末在建面积1407.42万平方米，公司在建项目规模较大，能够保证未来的销售需求，但也带来了一定的开发建设支出压力。

表3 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	2020年	2021年	2022年
新开工面积	739.71	522.77	285.70
竣工面积	315.00	628.40	660.39
期末在建面积	1776.54	1541.98	1407.42
合同销售面积	504.00	468.80	400.90
合同销售金额	1205.00	1218.90	1202.41
合同销售均价	2.39	2.60	3.00

资料来源：联合资信根据华发股份年度报告整理

销售方面，2020—2022年，受房地产行业景气度持续下行影响，华发股份合同销售面积持续下降，合同销售金额波动下降。2022年，合同销售面积和合同销售金额同比下降14.48%和1.35%，销售降幅低于行业平均水平。受益于布局城市能级提升，公司签约销售均价同比有所增长。分区域看，2022年房地产销售收入中珠海大区占比15.06%，华南大区（不含珠海）占比13.88%，华东大区占比64.79%，北方大区占比3.27%；随着华发股份在长三角获取的项目逐步上市，华东大区的销售占比大幅上升，前十大城市合计占83.94%。

近年来，华发股份在深耕珠海的基础上积极向华东、华中和华南等珠海以外地区扩张，新获土地储备有所波动。2020—2022年，华发股份获取土地金额分别为357.25亿元、292.71亿元和272.69亿元；楼面均价分别为1.23万元/平方米、1.15万元/平方米和3.07万元/平方米。2022年，华发股份加大对以上海为中心的长三角区域投资力度，城市能级提升明显，带动楼面均价同比大幅增长。2022年，华发股份并表口

径共获取 12 个项目，其中上海获取 6 个项目，杭州获取 2 个项目，核心城市项目的获取有利于项目的快速去化。截至 2022 年底，华发股份可售项目资源充足，可满足华发股份 3 年左右的销售需求，可售项目主要分布在华东、华南及珠海，以一二线城市为主，计容建筑面积占 68.72%。华发股份仍有一定体量的土地储备位于三线及以下城市，在行业景气度尚未恢复的情况下，需关注低能级城市的去化情况。

（2）城市运营

2020—2022 年，受土地出让面积下降影响，公司土地一级开发收入规模逐年下滑。公司城市运营板块项目储备充足，资金平衡依赖土地分成及土地转让收入，上述收入的形成受经济环境和政策影响存在一定不确定性。但考虑到公司土地获取时间较早，近年来珠海市土地价格不断攀升，目前实际价值较高。未来，经营性房地产开发项目和建筑设计将成为城市运营板块收入的主要来源。同时，联合资信关注到城市运营板块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、建筑设计、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。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主要包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经

营性项目房地产开发收入；③建筑设计收入；④代建业务收入。未来，经营性房地产开发项目和建筑设计将成为城市运营板块收入的主要来源。

土地一级开发

业务模式方面，公司土地一级开发业务由珠海市国土部门经报市政府批准后，珠海市人民政府授权公司对片区进行土地一级开发，开发用地不注入公司。

2021年10月起，富山工业园土地一级开发与斗门一河两岸项目开发转为委托代建模式。目前，公司开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目和珠海北站 TOD 项目。针对上述项目，华发集团分别与珠海市财政局、珠海金湾区人民政府、珠海市保税区管理委员会、珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会等签订土地一级开发协议/合作开发协议，公司负责上述 5 个珠海核心区域的土地一级开发、市政基础设施建设等任务，资金自行筹集。资金平衡方面，采用两种模式，第一种为委托方将开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入（扣除相关税费后）等资金按一定比例返还给公司；第二种为项目开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入在扣除应上缴费用并优先偿还公司所支付的土地一级开发成本后，公司可获得土地增值收益的一定比例作为土地一级开发收益。

2020—2022 年，公司土地一级开发收入持续下降，主要系土地出让宗数和面积下降导致。2022 年，公司土地一级开发收入 11.30 亿元，包括土地出让收入 5.55 亿元和财政结算的富山工业园项目以前年度利息部分收入 7.40 亿元。2022 年，高新区北围项目出让土地 6 宗，出让面积 63.10 万平方米，均为工业用地；该项目尚未确认土地一级开发收入，主要系高新区北围项目土地一级开发业务已基本竣工，政府计划待高新区北围项目整体完工后，再与公司确认分成收益。2020—2021 年，土地一级开发业务分别获得回款 13.86 亿元和 53.05 亿元；2022 年及 2023 年

一季度，土地一级开发业务未收到回款。截至 2022 年底，公司分别应收珠海市金湾区财政局和珠海保税区管理委员会业务款 21.78 亿元和 10.68 亿元。

表 4 华发城市运营土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元、%）

项目	十字门中央商务区			金湾航空新城			保税区二期			高新区北围		
	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年
土地出让数量	0	1	1	4	2	0	1	1	3	0	0	6
出让面积	0.00	5.86	4.40	33.92	35.94	0.00	19.02	14.67	13.17	0.00	0.00	63.10
分成收入	0.00	-5.24	1.80	1.54	3.97	0.00	3.08	4.21	1.60	0.00	0.00	0.00
结转开发成本	0.00	-0.48	0.45	1.02	1.40	0.00	1.36	1.64	0.94	0.00	0.00	0.00
开发收益	0.00	-4.76	1.35	0.52	2.57	0.00	1.72	2.57	0.66	0.00	0.00	0.00
毛利率	0.00	/	75.11	33.77	64.74	0.00	55.84	61.05	41.11	0.00	0.00	0.00

项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园		
	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年
土地出让数量	4	1	1	1	0	/	0	0	/
出让面积	52.94	35.96	13.84	9.44	0.00	/	0.00	0.00	/
分成收入	8.20	5.21	2.15	5.64	5.32	/	6.75	3.91	/
结转开发成本	0.00	0.00	0.00	5.64	5.32	/	6.51	3.62	/
开发收益	8.20	5.21	2.15	0.00	0.00	/	0.24	0.29	/
毛利率	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	/	3.56	7.40	/

注：2021 年 10 月起，富山工业园土地一级开发与斗门一河两岸项目开发转为委托代建模式；珠海北站 TOD 项目由公司参股的珠海城轨轨道实业有限公司（未纳入公司合并范围的项目公司，持股比例 24.95%）负责，公司只获取该项目的分成收益，故毛利率为 100%；2021 年，公司将以前年度十字门中央商务区 3 宗重复出让用地的分成收益退还给政府（第一次出让后竞得企业未开发，被政府收回再度出让，两次出让公司都获取了分成收益），冲减收入约 5.24 亿元，冲减成本约 0.48 亿元，冲减开发收益约 4.76 亿元，故 2021 年十字门中央商务区土地出让开发收益为负；2022 年，金湾航空新城项目支付一级开发复垦费，冲减当年土地一级开发收入及开发收益

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，华发城市运营主要在建土地一级开发项目计划总投资 211.71 亿元，已完成投资 159.93 亿元，未来还需投资 20.84 亿元。

表 5 截至 2023 年 3 月底华发城市运营主要在建土地一级开发项目情况（单位：平方公里、亿元）

项目	开发面积	总投资	已投资
十字门中央商务区	5.77	81.60	79.63
金湾航空新城	3.80	35.00	31.95
保税区二期	2.30	25.09	9.27
高新区北围	4.96	59.33	28.39
珠海北站 TOD	1.46	10.69	10.69
合计	18.29	211.71	159.93

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整；高新区北围计划总投资数为华发集团总办公会审批数，根据政府安排及片区最新规划，该片区内的渔场区域不再开发，高新区北围项目的土地一级开发已基本完成，该项目尚需投资金额按 0.00 亿元估算

资料来源：公司提供

经营性项目

公司开发的经营性项目主要包括会展商务组团、横琴国际金融中心大厦、横琴金融产业基地、高新区北围智谷园芯和富山智选小镇生活中心等项目。建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO 办公、商务公寓等。公司利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外

出售或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。

截至 2023 年 3 月底，公司在售经营性项目累计销售面积 97.68 万平方米，累计销售金额 386.56 亿元。2021—2022 年，公司分别实现房产销售收入 82.29 亿元和 119.49 亿元，业务毛利率分别为 41.17%和 49.43%。

表 6 截至 2023 年 3 月底华发综合发展经营性项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	已完成投资	可供出售面积	已销售面积	已销售金额 (含税)	累计确认收入 (不含税)
珠海中心	7.91	16.05	7.76	7.51	25.22	24.02
横琴国际金融中心	13.55	28.30	12.27	7.71	33.50	29.28
总部基地蓝湾智岛（二期）	7.69	5.36	5.18	1.15	2.33	1.96
十字门琴澳新城（北九）	84.21	99.61	79.91	39.25	128.08	109.52
横琴片区金融岛项目	43.78	75.29	36.40	18.06	88.38	20.70
横琴片区岛西项目	72.39	82.24	65.31	18.88	86.42	64.14
横琴片区金融街项目	37.71	41.45	32.89	4.02	18.97	0.00
北山城市更新一期南屏片区	35.63	32.11	25.23	1.10	3.66	0.00
合计	302.86	380.42	264.95	97.68	386.56	249.61

注：*合计数与华发城市运营经营性项目确认总收入不一致系尾差影响四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司主要在建经营性项目情况如下表所示，未来尚需投资 387.90 亿元，存在较大的资本支出压力。

表 7 截至 2023 年 3 月底华发综合发展主要在建经营性项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总投资	已投资
珠海国际金融中心	42.00	33.10
富山智选小镇生活中心	33.86	24.66
富山科创中心	11.10	5.20
香山湖畔苑	55.00	35.95
十字门琴澳新城（北九）	219.80	99.61
北山城市更新一期南屏片区	51.87	32.11
横琴片区金融岛项目	127.91	75.29
横琴片区岛西项目	178.97	82.24
横琴片区金融街项目	97.01	41.45
合计	817.52	429.62

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整；珠海国际金融中心项目原名为会展商务组团（二期），香山湖畔苑项目原名为工人文化宫；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司城市运营板块主要在建项目（含土地一级开发及经营性项目开发）总投资 1029.23 亿元，尚需投资 408.74 亿元，存在较大资本性支出压力。

委托代建

公司委托代建项目分为两种模式。第一种

模式下，珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金公司”）接受珠海联港投资控股有限公司（珠海市金湾区国有企业）和珠海航展有限公司（珠海市属航空产业园国有企业）的委托，承接金湾航空城产业服务中心和珠海航展中心配套服务设施提升项目的代建。华金公司负责项目的组织实施、建设指挥及项目资金的筹措，项目建成后移交，委托方向公司支付项目建设成本及代建管理费（项目建设成本的一定比例）。上述项目已建设完毕并移交，累计完成投资 12.22 亿元。2021—2022 年，华金公司分别确认上述项目代建收入 9.18 亿元和 0.28 亿元，分别收到回款 10.00 亿元（含税）和 0.30 亿元（含税）。第二种模式下，政府与公司签订相关委托代建协议，委托公司及下属子公司进行项目综合建设，开发用地及开发资金均来源于政府，公司无需筹资。项目建设完毕后，政府与公司进行成本核算和验收结算，公司根据实际工程进度收取委托代建管理费用。

截至 2023 年 3 月底，公司主要在建代建项目计划总投资 155.56 亿元，已完成投资 104.63 亿元，开发资金均来源于政府，公司无需筹资。

表 8 截至 2023 年 3 月底公司主要在建代建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	建设期间	是否需要公司筹资	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
					2023 年 4—12 月	2024 年	2025 年
富山产业新城	2021—2025	否	25.11	19.09	3.36	1.66	1.00

斗门“一河两岸”	2021—2025	否	7.51	4.39	0.75	1.00	1.37
湖心新城基础设施建设项目	2022—2026	否	12.05	1.07	2.40	3.00	3.00
十字门隧道	2019—2027	否	27.12	19.59	0.39	2.60	2.60
中山大学珠海校区	2018—2025	否	40.24	26.90	3.13	5.00	5.21
金湾航空城市艺术中心	2017—2022	否	16.93	13.90	/	/	/
金湾华发国际商务中心商务区	2017—2022	否	26.60	19.69	/	/	/
合计	--	--	155.56	104.63	10.03	13.26	12.81

注：2021 年 10 月起，富山产业新城与斗门“一河两岸”项目转为委托代建模式，表格中已投资包括 2021 年 10 月前已完工未结算的项目投资；金湾航空城市艺术中心和金湾华发国际商务中心商务区 2022 年底已竣工，上述两个项目计划总投资为项目报批时的估算总投资，实际施工过程中通过概算、预算控制以及成本优化调整，实际总投资低于估算总投资

资料来源：公司提供

土地储备

经营性项目储备方面，除一级土地开发外，截至 2023 年 3 月底公司通过招拍挂的形式取得了位于十字门中央商务区、横琴新区、保税区、高新区、富山、阳江等 57 宗、占地面积合计 346.46 万平方米、计容建筑面积 805.23 万平方米的土地使用权，账面价值 476.07 亿元，土地性质包括住宅、商业、办公、酒店和会展等。

建筑设计服务

公司的建筑设计收入主要来自于维业股份，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。维业股份承接的项目包括公共建筑装饰、住宅精装修及建筑装饰设计等，涵盖大型场馆、星级酒店、商业综合体、文教体卫设施、交通基础设施等公共建筑和普通住宅、高档别墅等建筑，拥有建筑装饰施工设计等多项专业壹级、甲级资质，以及多类工程施工承包一级资质。

2022 年，公司实现合并口径建筑设计收入 52.84 亿元，毛利率为 5.30%。2022 年，维业股份实现营业总收入 147.79 亿元（与公司合并口径建筑设计收入差额系内部关联交易抵消所致），同比增长 47.78%，主要系维业股份业务与公司内部业务形成协同效益推动维业股份业务收入增长所致，利润总额为 1.29 亿元，同比下降 13.25%，主要系新增大量的土建业务，土建业务相较公司原有的装饰装修业务毛利率偏低，导致综合毛利率下降。

（3）金融产业

公司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。公司金融业务尚处于发展期，随着监管、合规政策趋严影响，风控能力有待提升。

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 2023 年 3 月底，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。

公司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，2020—2022 年华发集团金融收入分别为 22.48 亿元、26.26 亿元和 26.88 亿元。2022 年，公司金融收入包括利息收入 11.26 亿元、手续费及佣金收入 5.27 亿元和其他金融收入 10.36 亿元。2020—2022 年，公司分别实现投资收益 22.51 亿元、16.26 亿元和 35.30 亿元，

（4）科技产业

公司科技产业以华发科技为主体快速发展，前期以基金投资为主，后期通过并购上市公司股权，主要围绕新能源、半导体集成电路、生物医药及大健康三大行业开展产业投资、运营，承担区域招商引资责任，引进并培育优质企业落地珠海。

华发集团利用自身产业与资金优势，成立产业投资板块，以华发科技为核心平台，投资主体包括华金资本（持股比例 28.45%，未纳入合并范围）、英飞尼迪投资控股集团有限公司（持股比例 61.67%）和珠海科技创业投资有限公司（实际控制人珠海市国资委，委托公司经营管理，公司不合并经营业绩）等。华发科技已形成产业运营、产业投资、产业招商协同联动的战略格局：运营主要围绕新能源、半导体集成电路、生物医药及大健康三大行业；产业投资已累计投资海内外 380 多家行业前端企业和高成长性创新企业，103 家已上市或过会；招商主要为珠海引进并培育优质制造业产业企业，现已引进、培育优质企业 114 家，此外，将依托已建成的 242 万平方米的产业园区，成功招引 300 多家优质企业。

截至 2022 年底，华发科技合并口径资产总额为 507.79 亿元，所有者权益合计为 327.19 亿元（含少数股东权益 72.65 亿元）；2022 年营业收入 70.81 亿元，利润总额为 7.57 亿元（投资收益 8.96 亿元）。

基金管理与投资

公司积极通过与外部机构成立股权投资

管理基金的方式进行项目投资，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。

2017 年 7 月份，根据珠海市政府《市政府常务会议决定事项通知》（珠办会函[2017]57 号），决定组建珠海发展投资基金（以下简称“珠海基金”）。珠海基金母基金规划设立总规模 200 亿元，已分期设立一、二期基金，由珠海发展投资基金管理有限公司（华发投控子公司）担任基金管理人。珠海基金一期已签署合伙协议或投资协议的子基金及项目共计 31 个，基金总规模 524.07 亿元，其中珠海基金认缴出资 110.46 亿元，社会资本方认缴出资 413.61 亿元，子基金认缴规模放大倍数为 4.74 倍。珠海基金一期中公司本部实缴出资 26.80 亿元，华发投控实缴出资 42.20 亿元。珠海基金二期已签署合伙协议或投资协议的产业类子基金及项目共计 12 个，基金总规模 242.86 亿元，其中珠海基金认缴出资 30.29 亿元，社会资本方认缴出资 212.57 亿元，子基金认缴规模放大倍数为 8.02 倍。珠海基金二期中公司本部实缴出资 7.67 亿元，华发科技实缴出资 5.20 亿元。

截至 2023 年 3 月底，珠海基金一期累计取得投资收益 72672.51 万元，珠海基金二期累计取得投资收益 21.75 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。

战略性投资

2020 年以来，华发科技分别通过参与定增、协议转让、表决权委派、参与破产重整等方式收购华灿光电、光库科技、维业股份和方正科技等上市公司股权，累计投资规模 85.00 亿元。随着公司产业投资规模扩大及板块扩张，公司产业投资板块完善，竞争实力进一步增强。

公司电子器件销售及服务经营主体主要为华发科技战略性投资并购的上市公司华灿光电和光库科技。

华灿光电是中国领先的 LED 芯片企业之一，从事化合物光电半导体材料与电器件的研

发、生产和销售业务，主要产品为 LED 外延片、全色系 LED 芯片和蓝宝石衬底。华灿光电生产以客户需求为导向，根据销售和产品线与客户沟通制定生产计划，满足客户需求的同时建立安全库存；制定月度排产计划，形成多个月份的滚动生产计划。华灿光电下游主要采取直销模式，直接服务国内外主流 LED 封装厂商和终端应用厂商。

光库科技是专业从事光纤器件的设计、研发、生产、销售及服务的的高新技术企业，主要产品为光纤激光器件和光通讯器件，所在行业属于国家鼓励和扶持的光电子器件及其他电子器件制造业，产品主要应用于光纤激光器、光通讯等重要领域。光库科技采购内容主要包括光学材料和机械件，其中光学材料主要为光纤及各类光学元件。采购模式主要包括批量采购、定量采购即物料需求计划采购及零星采购等方式；生产模式采取“以销定产、保持合理库存”的模式；销售整体采用“直销为主，少量经销”模式，国内市场全部采用直销，国外市场有少量经销。

2022 年公司电子器件销售及业务板块收入为 22.96 亿元，同比增长 12.60%，毛利率为 18.58%，同比减少 2.56 个百分点。

（5）配套服务

配套服务板块丰富了公司业务多样性，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

① 大宗商品批发业务

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 2022 年底，华发商贸总资产 194.13 亿元，所有者权益 48.50 亿元；2022 年实现营业收入 445.64 亿元，净利润 1.72 亿元。

公司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。公司在按照下游客户的要求找到适合的货源后，华发商贸风控委员会为其做风险评估，根据实际情况确定账期、额度；华发商贸通过比价或谈判确定货源价格，并与上下游协商达成一致后，签订贸易合同，锁定货物价格及数量，风险相对较小。

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、有色金属等。受下游客户需求及公司风控要求等影响，近年公司主要贸易品种转变为有色金属和铜矿石。

2020—2022 年和 2023 年一季度，公司分别实现大宗商品批发收入 499.11 亿元、622.11 亿元、566.30 亿元和 195.56 亿元；同期，受行业特性和业务模式影响，公司大宗商品批发业务毛利率维持在低水平，分别为 0.24%、0.31%、0.33%和 0.23%。

从上下游及结算方式看，公司贸易双方均为行业中规模较大企业，信誉度较高，结算方式根据实际客户情况及交易品种不同有一定差异。2022 年，公司商品批发业务前五大供货商采购金额占比 37.54%，集中度较上年有所提高（2021 年为 30.17%），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，香港华发大宗商品批发多以 60 天和 90 天信用证结算。2022 年，公司商品批发业务前五大销售商销售金额占比合计 28.86%，集中度较上年增加 7.76 个百分点。

① 移动通信设备及配件

公司移动通信设备及配件业务收入的经营主体为 2021 年 7 月份新合并子公司迪信通。迪信通主营业务为销售及分销移动通讯设备及配件以及提供增值服务。

移动通信设备及配件业务采购模式为总部“集采”（由总部几个主体统一向上游供应商采购，然后分给子公司零售或批发）和子公司

“地采”（各地子公司向当地上游供应商直接采购）相结合。结算方式主要为现款，部分存在账期或票据；销售和结算模式为批发业务，主要对加盟商分销和第三方客户分销，加盟商分销结算根据不同情况有不同信用额度，第三方客户分销业务基本为先款后货，无账期。

2022 年公司移动通信设备及配件业务板块收入为 133.14 亿元，毛利率为 3.33%。

现代服务

华发集团现代服务板块主要由华发物业服务及庄臣控股负责，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。

华发物业服务负责的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。华发物业管理的物业可以分为华发集团内部项目物业及外部项目物业。内部项目物业是指华发集团或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，物业管理费由物业管理公司直接向业主收取。华发集团内部物业一般直接由华发物业负责管理，外部物业一般通过竞标等方式取得，结算方式包括月结、半年结和年结。截至 2023 年 3 月底，华发物业进行物业服务的物业面积达 5370.63 万平方米，其中关联方物业管理面积 4114.78 万平方米，外部项目物业管理面积 1255.85 万平方米。

在华发股份商品房项目的持续销售带动下，2020—2022 年，公司分别实现物业管理收入 28.61 亿元、33.80 亿元和 32.38 亿元；同期，公司物业管理业务毛利率分别为 12.64%、13.97%和 12.21%。

庄臣控股自 1979 年开始在香港提供清洁卫生服务，为香港环境卫生服务龙头企业，在香港各主要地区提供广泛的环境卫生服务，包括提供楼宇清洁服务、公园及康乐中心清洁服

务、街道清洁服务、院校清洁服务及其他清洁服务，主要客户涵盖康文署、食环署等政府职能部门以及香港大学等商业客户。

3. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2020—2022 年，公司销售债权周转次数呈逐年下降态势，分别为 12.29 次、11.33 次和 10.19 次；存货周转次数逐年增长，分别为 0.43 次、0.45 次和 0.45 次；总资产周转次数有所波动，分别为 0.26 次、0.27 次和 0.26 次。

4. 未来发展

十四五”时期，公司将积极落实“1+3”发展模式，完善业务布局、持续提升经营能力，全力贯彻中央、省、市的决策部署，以“科技+”战略为统领，围绕“战略引领、改革创新、精细管理、提质增效”的年度主基调，一方面推动存量业务纵深发展、实现增量业务外延扩张，助力集团整体实力增强；另一方面积极落实“双百行动”，深化精细化管理、强化科技赋能、推进党建工作，实现质量变革、效率变革、动力变革，推动集团高质量发展，为集团打造上市公司集群、冲刺世界 500 强的目标奠定坚实的基础。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020—2022 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，审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2023 年一季度合并报表未经审计。

截至 2023 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 1074 家，含华发股份控股子公司 665 家。2020 年，公司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 16 家，其余主要系新设子公司；减少子公司 11 家，其中注销子公司 5 家。2021

年，公司新增纳入合并范围子公司 253 家，其中通过非同一控制下企业合并取得子公司 136 家，其余主要系新设子公司；减少子公司 24 家，其中注销子公司 10 家。2022 年，公司新增纳入合并范围子公司 121 家，减少子公司 36 家，其中注销子公司 29 家。2023 年 1—3 月，公司新增子公司 14 家，减少子公司 4 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，对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2022 年底，公司资产总额 6,504.04 亿元，所有者权益 1,685.25 亿元（含少数股东权益 1,119.18 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 1,576.36 亿元，利润总额 103.46 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 6,852.60 亿元，所有者权益 1,719.96 亿元（含少数股东权益 1,128.74 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 445.60 亿元，利润总额 22.18 亿元。

2. 资产质量

随着城市产业、金融产业以及科技产业投资板块快速发展，公司资产规模较快增长，构成以存货及货币资金等流动资产为主；公司整体资产质量良好，但受限资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。

2020—2022 年末，公司资产总额较快增长，年均复合增长 15.47%，截至 2022 年底为 6,504.04 亿元，其中流动资产占 75.56%，非流动资产占 24.44%，以流动资产为主。

（1）流动资产

随着房地产项目开发持续投入及售房款回流等因素综合影响，公司流动资产快速增长，三年复合增长率为 10.91%。截至 2022 年底，公司流动资产较 2021 年底增长 9.47% 至 4,914.48 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 65.01%、13.95% 和 11.29%。

2020—2022 年末，公司货币资金持续下降，年均复合下降 5.98%。截至 2022 年底，公司货币资金较 2021 年底减少 6.10% 至 685.58 亿元，主要

由银行存款（占比 78.02%）及存放同业及其他金融机构款项（占比 12.19%）组成，其中受限货币资金 65.84 亿元，主要为存放中央银行法定存款准备金、银行承兑汇票保证金和定期存单。

公司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 2022 年底为 57.87 亿元，较 2021 年底增长 8.19%。2022 年末交易性金融资产中 27.91 亿元债券投资为卖出回购业务设定质押，0.82 亿元为借款设定质押。

2020—2022 年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长 11.97%。截至 2022 年底，公司应收账款较 2021 年底下降 6.91% 至 97.66 亿元，其中应收珠海市金湾财政局款项及珠海保税区管理委员会分别占比 19.83% 和 9.72%，集中度较高。其中，按组合计提坏账准备的应收账款账面余额 105.16 亿元，占应收账款账面余额的 95.72%；累计计提坏账准备 8.45 亿元，计提比率 8.04%。

2020—2022 年末，公司预付款项持续下降，年均复合下降 11.87%，截至 2022 年底为 71.68 亿元，较 2021 年底减少 5.31%，主要系预付土地出让金减少所致；其中珠海市香洲区财政局未与公司结算的拆迁补偿款 27.49 亿元（2-3 年 27.49 亿元）。

2020—2022 年末，公司其他应收款年均复合增长 15.39%，截至 2022 年底，公司其他应收款为 57.86 亿元，较 2021 年底增长 13.98%，主要由往来款项、代垫款项和保证金、押金及备用金构成。

公司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。2020—2022 年末，公司存货快速增长，年均复合增长 13.19%，截至 2022 年底为 3,194.95 亿元，较 2021 年底增长 12.56%。其中，开发成本 2519.06 亿元，较 2021 年底增长 7.94%，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唐

家后环土地开发、绍兴国际金融活力城、十字门中央商务区等；开发产品615.08亿元，较2021年底增长36.31%，主要系部分商业、办公、长租公寓在建项目竣工未售所致；存货跌价准备及合同履约成本减值准备合计11.03亿元，主要为库存商品、开发成本及开发产品计提减值及跌价准备。

2020—2022年末，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长22.09%，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2022年底，公司其他流动资产较2021年底增长16.57%至554.90亿元，主要由拆出款项及其他（432.33亿元）、预交税费（91.02亿元）和委托贷款（7.45亿元）构成。

（2）非流动资产

2020—2022年末，公司非流动资产快速增长，年均复合增长34.17%，主要来自长期股权投资、投资性房地产和其他非流动金融资产的增加；截至2022年底，公司非流动资产较2021年底增长23.73%至1,589.57亿元，主要由长期股权投资（占34.50%）、其他非流动金融资产（占19.34%）、固定资产（占11.18%）和投资性房地产（占14.63%）构成。

截至2022年底，公司其他非流动金融资产为307.42亿元，较2021年底增长62.28%。其中，债务工具投资124.20亿元，权益工具投资183.22亿元。

2020—2022年末，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长28.54%，主要系增加金融类及房地产类参股公司的投资。截至2022年底，公司长期股权投资较2021年底增长24.07%至548.44亿元，主要投资单位有珠海华润银行股份有限公司（47.97亿元）、焕新方正（40.47亿元）、深圳融华置地投资有限公司（33.93亿元）和上海华泓钜盛房地产开发有限公司（24.97亿元）等，其中部分被投资公司章程等文件规定，公司在股东会、董事会、投资决策委员会的投票表决权均未达到控制条件，不能够对其财务和经营决策实施控制，故不纳入合并范围；还

有部分公司控股企业因其资本金由财政承担，公司不参与经营，不享有经营收益，因此未纳入合并范围。

公司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，2020—2022年末快速增长，年均复合增长25.60%。截至2022年底，公司投资性房地产232.62亿元，较2021年底增长33.82%，主要系自用房地产或存货转入所致，其中170.50亿元已用于借款设定抵押。

公司固定资产主要为房屋及建筑物，2020—2022年末快速增长，年均复合增长31.13%；截至2022年底，公司固定资产原值222.83亿元，累计计提折旧73.91亿元，计提减值准备0.29亿元。

公司因收购上市公司形成商誉，截至2022年底价值46.56亿元，主要为收购华灿光电、迪信通和光库科技分别形成商誉18.23亿元、10.04亿元和7.78亿元，未来若被收购上市公司经营业绩不达预期，存在一定商誉减值风险。

截至2023年3月底，公司资产总额6,852.60亿元，较2022年底增长5.36%，主要系融资资金沉淀、货币资金增资充实权益以及对房地产开发持续投入导致。公司流动资产较2022年底增长6.45%，主要来自存货开发成本增加。公司非流动资产占23.66%，较2022年底增长1.99%，主要来自其他非流动金融资产增长。资产构成较2022年底变化不大，以流动资产为主。

截至2023年3月底，公司受限资产账面价值合计1024.39亿元，受限比例14.95%，以货币资金、存货、固定资产、交易性金融资产和投资性房地产为主。

3. 资本结构

受股东增资和少数股东权益增加影响，近年来公司所有者权益规模快速增长，其中少数股东权益占比较大，权益稳定性尚可；同期公司负债规模快速增长，整体债务负担很重。

（1）所有者权益

受珠海国资委增资及少数股东权益增长等因素影响，2020—2022年末，公司所有者权益快速增长，年均复合增长12.03%。截至2022年底，公司所有者权益较2021年底增长12.11%至1,685.25亿元，主要由少数股东权益（占66.41%）、资本公积（占12.36%）及实收资本（占10.04%）构成。

2020—2022年末，公司实收资本大幅增长，截至2022年底，实收资本为169.20亿元，较2021年底增加154.98亿元，主要为珠海国资委向公司增加资本金158.00亿元，并于2022年根据股东会决议以资本公积转增注册资本。同期，公司资本公积较上年底减少79.72亿元，公司资本公积208.37亿元。

2020—2022年末，公司其他权益工具分别为230.30亿元、243.38亿元和135.66亿元，主要为公司发行的永续债券和永续期信托计划等。

2020—2022年末，公司少数股东权益分别为816.00亿元、895.25亿元和1,119.18亿元。其中，2022年底较2021年底增长25.01%，主要系华发股份地产项目吸收少数股东投资所致。

截至2023年3月底，公司所有者权益1,719.96亿元，较2022年底增长2.06%，变化不大。

（2）负债

2020—2022年末，公司负债规模快速增长，年均复合增长16.75%。截至2022年底，公司负债总额较2021年底增长12.82%至4,818.79亿元，流动负债和非流动负债分别占比56.19%和43.81%。

2020—2022年末，公司流动负债快速增长，年均复合增长12.49%，截至2022年底为2,707.67亿元，较2021年底增长10.87%，主要构成为短期借款（占11.39%）、应付账款（占14.45%）、合同负债（占33.55%）及一年内到期的非流动负债（占16.66%）。

2020—2022年末，公司短期借款波动增长，2022年底为308.49亿元，较2021年底增长

16.12%，以保证借款（120.98亿元）、信用借款（86.31亿元）和抵押借款（69.36亿元）为主。

公司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，2020—2022年末波动增长，年均复合增长10.05%，截至2022年底为391.21亿元，较2021年底下降3.87%，主要系应付工程款、材料款减少。

2020—2022年末，公司合同负债分别为514.74亿元、765.08亿元和908.47亿元，主要为华发股份预收售房款，2022年底增加主要系上海华发四季半岛、广州华发越秀和樾府、横琴片区住宅项目、绍兴国际金融活力城等开启预售；截至2022年底，公司预收款项主要为预收楼款887.95亿元，预收工程款10.14亿元。

2020—2022年末，公司其他应付款年均复合增长4.45%，主要系应付股利和其他应付款项增加所致。截至2022年底，公司其他应付款较2021年底增长6.69%至273.76亿元，主要由往来及拆借款（187.77亿元）、土地增值税准备金（53.09亿元）、股权代持款（12.45亿元）等构成。

2020—2022年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长率为9.52%，截至2022年底为451.04亿元，主要为一年内到期的长期借款（285.29亿元）和一年内到期的应付债券（129.43亿元）。

2020—2022年末，公司其他流动负债较为稳定。截至2022年底，公司其他流动负债195.94亿元，较2021年底下降7.71%，主要由超短期融资券（84.70亿元）、美元境外私募债（9.34亿元）、应付保理款（9.53亿元）和待转销项税及其他（88.30亿元）等构成，已将其中有息部分计入短期债务计算。

2020—2022年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长23.01%，主要系长期借款、应付债券和其他非流动负债增加所致。截至2022年底，公司非流动负债2,111.12亿元，较2021年底增长15.44%，以长期借款（占55.97%）

和应付债券（占 34.62%）为主。

2020—2022 年末，公司长期借款快速增长，年均复合增长 18.55%。截至 2022 年底，公司长期借款 1,181.54 亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款等。

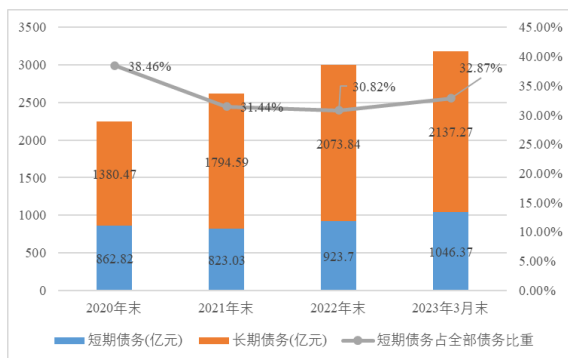
2020—2022 年末，公司应付债券快速增长，年均复合增长 21.60%。截至 2022 年底，公司应付债券 730.85 亿元，较 2021 年底增长 12.46%，主要系华发集团及华发股份、华发投控等发行债券、公司债和美元债所致。

截至 2022 年底，公司其他非流动负债

139.27 亿元，较 2021 年底增长 181.78%，主要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。公司其他非流动负债均为有息债务，已调整至长期债务计算。

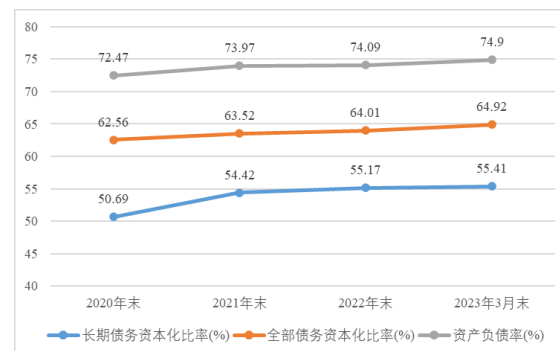
截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 5,132.64 亿元，较 2022 年底增长 6.51%，其中流动负债 2,944.44 亿元，占负债总额的 57.37%，较 2022 年底增长 8.74%；非流动负债 2,188.20 亿元，较 2022 年底增长 3.65%。负债结构变化不大。

图 1 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 2 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020—2022 年末，公司全部债务年均复合增长 15.59%。截至 2022 年底，公司全部债务 2,997.53 亿元，较 2021 年底增长 14.51%，其中长期债务占比 69.18%，较 2021 年底增长 15.56%。截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 3,183.64 亿元，较 2022 年底增长 6.21%，其中长期债务占比 67.13%。

截至 2022 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 74.09%、55.17 %和 64.01%，分别较 2021 年底上升 0.12 个、0.75 个百分点和 0.49 个百分点。2023 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.90 %、64.92 %和 55.41 %，分别较 2022 年底上升 0.81 个百分点、0.91 个百分点和 0.24 个百分点。若将公司发行的永续债（其他权益工具）计入有息

债务，截至 2023 年 3 月底，公司资产负债率（调整后）和全部债务资本化比率（调整后）分别为 77.06%和 67.95%。

4. 盈利能力

2020—2022 年，公司营业总收入及利润总额持续增长，利润构成以经营性利润为主，投资收益对利润总额形成了良好补充。总体看，公司盈利能力非常强。

2020—2022 年，公司营业总收入快速增长，年均复合增长 20.15%；2022 年为 1,576.36 亿元，同比增长 11.06%。2020—2022 年，公司营业成本快速上涨，年均复合增长 20.46%；公司营业利润率有所波动，2022 年为 11.11 %。

2020—2022 年，公司期间费用逐年上升，年均复合增长 24.77%，2022 年为 104.96 亿元，同比

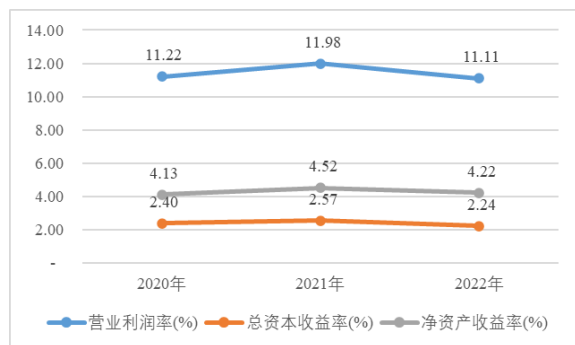
增长9.25%。其中，管理费用49.01亿元，同比增长8.52%；财务费用26.04亿元，同比增长2.56%，主要系债务规模上升所致；2022年，公司期间费用率为6.66%，同比下降0.11个百分点。2022年，公司发生资产减值损失-11.09亿元，同比大幅增长，主要为发生存货跌价损失-10.32亿元，主要系房地产行业下行压力较大，公司对部分存货计提了跌价准备所致。

2020—2022年，公司分别实现投资收益22.51亿元、16.26亿元和35.30亿元，受益于金融及产业投资板块的成长，投资收益已成为公司利润的重要补充。从构成看，2022年公司投资收益中按权益法核算的长期股权投资实现投资收益29.25亿元，主要来自华发科技权益法核算丰盈三号和阿尔法四号、华发投控权益法核算华润银行和润海投资及华发股份权益法核算联合营企业取得的投资收益；交易性金融资产在持有期间取得的投资收益1.96亿元，主要来自持有的债券、理财产品等；持有其他非流动金融资产等期间取得的投资收益2.35亿元，主要为持有的股权投资基金、债券投资等。2020—2022年，公司利润总额分别为79.30亿元、100.31亿元和103.46亿元，构成主要为经营性利润。

从盈利指标看，2020—2022年，公司总资本收益率和净资产收益率均波动下滑，2022年分别为2.24%和4.22%，同比分别下降0.33个和0.30个百分点。

2023年1—3月，公司实现营业总收入445.60亿元，同比增长32.82%；利润总额22.18亿元，同比增长16.61%。

图3 2020—2022年公司盈利指标



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

5. 现金流

公司经营活动现金流入快速增长，收入实现质量保持较高水平，经营获现能力强；受购地支出以及对外投资规模较大影响，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，2020—2022年，随着大宗商品贸易量的提升和房地产销售规模的扩大，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增幅为24.34%；2022年，公司经营活动现金流入量2,112.97亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金1,967.20亿元。2020—2022年，公司现金收入比分别为113.04%、125.01%和124.79%，收入实现质量保持在较高水平。同期，公司经营活动现金流出量年均复合增长24.77%，2022年为1,650.33亿元，同比增长9.83%，主要系房地产等项目投入增加以及贸易业务扩张所致。近三年，公司经营活动净现金流均表现为净流入，分别为306.65亿元、425.45亿元和462.64亿元。

投资活动方面，2020—2022年，受收回投资收到的现金波动影响，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长24.39%。2022年，公司投资活动现金流入343.71亿元，主要由收回投资收到的现金299.32亿元构成。近三年，公司投资活动现金流出规模波动增长，年均复合增长7.41%，主要系投资支付的现金增长所致。2022年，公司投资活动现金流出同比增长16.54%至1,151.01亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金475.98亿元，投资支付的现金661.37亿元。同期，公司投资活动现金流净额分别为-775.62亿元、-818.75亿元和-807.29亿元，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，2020—2022年，公司筹资活动现金流入有所波动，年均复合增幅为1.37%；2022年，公司筹资活动现金流入2,191.56亿元，同比增长10.47%，主要通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。2020—2022年，公司筹资活动现金流出年均复合增长15.29%，

2022年为1,912.48亿元，同比增长16.84%，主要系偿还债务本息支付的现金规模增加所致。同期，公司筹资活动现金流量净额分别为693.85亿元、347.13亿元和279.08亿元。

2023年1—3月，公司经营活动现金净流入128.33亿元，投资活动现金净流出208.90亿元，筹资活动现金流量净额为157.74亿元。

6. 偿债指标

2020—2022年末，公司短期偿债能力有所下降，长期偿债指标一般。考虑到公司是珠海市人民政府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，均为偿债能力提供良好支撑。

从短期偿债指标看，2020—2022年末，公司流动比率及速动比率逐年下降，2022年底分别为181.50%和63.51%。截至2023年3月底，公司流动比率和速动比率分别为177.67%和63.68%，较2022年底分别下降3.83个百分点和上升0.43个百分点。2020—2022年，公司经营现金流负债比分别为14.33%、17.42%和17.09%，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，公司实际偿债能力强于指标值。截至2022年底，现金类资产较2021年底下降5.39%至760.47亿元，对短期债务的覆盖倍数为0.82倍，短期偿债指标有所下降；截至2023年3月底，公司现金类资产859.66亿元，对短期债务的覆盖倍数为0.82倍。

从长期偿债指标看，2020—2022年，公司EBITDA逐年增长，2022年为158.12亿元；全部债务/EBITDA有所波动，2022年为18.96倍；EBITDA利息倍数有所波动，2022年为1.13倍。公司长期偿债指标一般。

截至2023年3月底，公司共获得金融机构授信额度4331.16亿元，尚未使用2515.71亿元，间接融资渠道畅通。另外，公司直接或间接控股7家主板上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2023年3月底，公司对外担保余额

215.17亿元，被担保方主要为公司关联方，公司整体担保比率较低，或有负债风险可控。

7. 公司本部财务分析

公司资产及业务主要集中于子公司，本部收入规模小，利润主要来自投资收益；公司本部承担主要融资职能，资金主要用于对下属公司统借统还，实际债务负担很重。

截至2022年底，公司本部资产总额1,381.55亿元，主要为长期股权投资（874.43亿元）、其他应收款（330.88亿元）和货币资金（52.78亿元），其中其他应收款较上年底增长179.16亿元，主要为本部对下属公司统借统还规模扩大所致。

截至2022年底，公司本部所有者权益304.96亿元，其中永续债169.20亿元；负债总额1076.59亿元，主要为短期借款及发行的债券。截至2022年底，公司本部资产负债率为77.93%，全部债务资本化比率为76.10%。

2022年，公司本部实现营业收入4.06亿元，利润总额3.05亿元，利润主要来自投资收益。

截至2023年3月底，公司本部资产总额1,472.19亿元，所有者权益335.41亿元，其中其他权益工具（永续债）为152.46亿元；2023年1—3月，公司本部实现营业收入0.35亿元，利润总额18.34亿元，主要为当期实现投资收益24.01亿元，为出售城建集团剩余55.00%股权。

十、外部支持

1. 支持能力

珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。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》，2020—2022年，珠海市分别实现地区生产总值(GDP)3481.9亿元、3881.75亿元和4045.45亿元，同比增速分别为3.0%、6.9%和2.3%。分产业看，2022年第一产业增加值60.52亿元，比上年增长7.2%，对地区生产总值增长的贡献率为4.47%；第二产业增加值1808.08亿元，增长7.1%，对地区生产总值增长的贡献率为128.56%；第三产业增加值2176.86亿元，下降1.4%，对地

区生产总值增长的贡献率为-33.03%。三次产业的比例为 1.5:44.7:53.8。人均地区生产总值 16.37 万元，比上年增长 1.8%。

2022 年，珠海市固定资产投资同比下降 8.8%。分产业看，第一产业投资比上年下降 37.1%，第二产业投资增长 56.4%；第三产业投资下降 22.6%。细分产业看，房地产开发投资下降 34.80%；工业投资增长 56.40%。

2020—2022年，珠海市分别实现一般公共预算收入379.1亿元、448.19亿元和437.21亿元，同比增速分别10.1%、18.20%和-2.40%。2022年，珠海市实现税收收入290.63亿元，下降7.50%。同期，珠海市一般公共预算支出754.13亿元，下降4.20%；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57.98%，自给率一般。

2. 支持可能性

公司作为珠海市基础设施和城市运营、现代金融、高端服务业、战略新兴产业四大国资板块的主要经营主体，区域地位显著。

2021年起，珠海市国资委先后以货币资金形式向公司增加资本金人民币158亿元，公司资本实力有所提升。

2022年6月7日，公司将资本公积151.94亿元全部转为注册资本，公司注册资本变更为169.20亿元，所有者权益稳定性得到提升。

总体看，公司的国资背景、区域职能定位以及部分业务的专营性特征有利于其持续获得政府支持。

十一、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司现有债务影响小。公司经营活动现金流入量对本期债券发行后长期债务的保障能力尚可，考虑到公司区域竞争优势显著，融资渠道畅通，均为本期债券的偿还提供有效支撑。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模不超过10亿元（含10亿

元），按最大发行规模10亿元测算（下同），占2023年3月底公司长期债务的0.47%，全部债务的0.31%，对公司现有债务的影响小。

截至2023年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为74.90%、64.92%和55.41%。考虑到本期债券募集资金用于偿还存量债务，发行后公司实际债务负担变化不大。

2. 本期债券偿还能力分析

以2022年财务数据为基础，以本期债券发行金额上限10亿元进行测算，预计发行后公司长期债务上升至2083.84亿元，公司经营活动产生的现金流入量为发行后长期债务的1.01倍，对发行后长期债务的保障程度尚可，公司经营活动现金流量净额和EBITDA对发行后长期债务的保障程度较弱。考虑到公司的区域竞争优势，融资渠道畅通，资产质量良好，可对本期债券的偿付提供有效支持。

表 9 本期债券偿还能力测算

项目	2022 年
发行后长期债务*（亿元）	2083.84
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.01
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.22
发行后长期债务/EBITDA（倍）	13.18

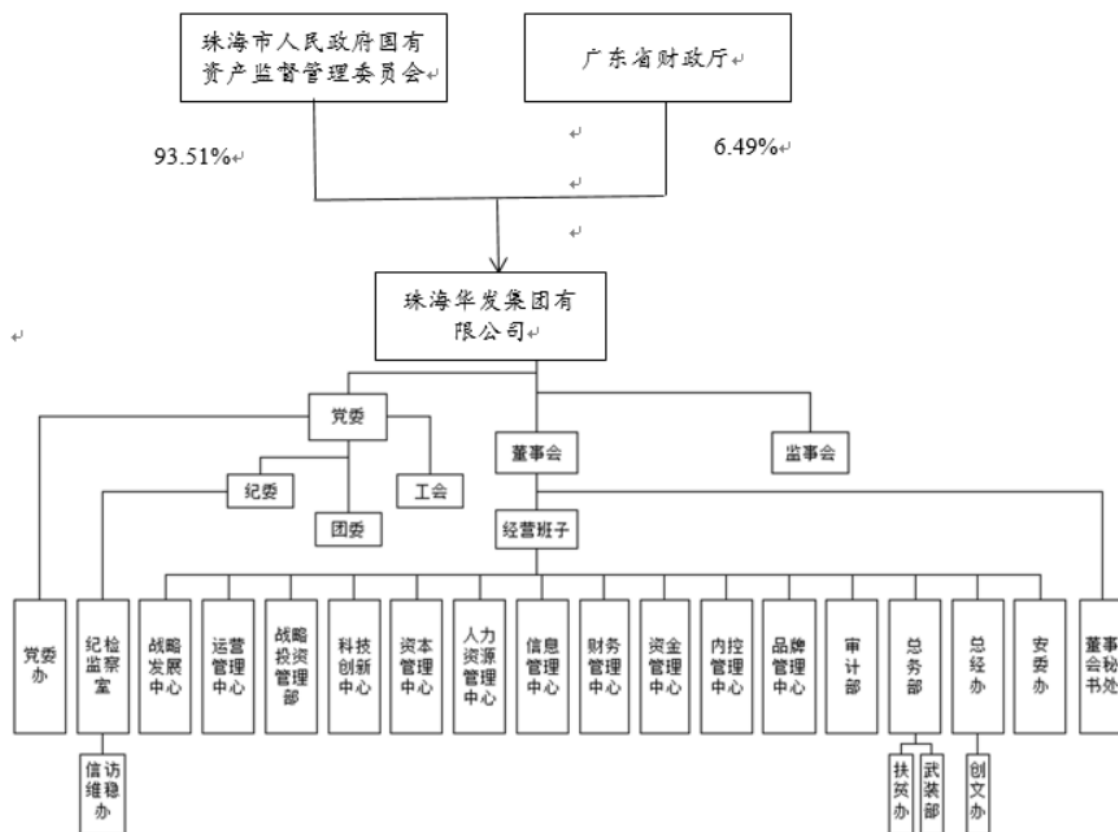
注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额；经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十二、结论

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

附件 1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	856.06	803.77	760.47	859.66
资产总额（亿元）	4,877.83	5,774.23	6,504.04	6,852.60
所有者权益（亿元）	1,342.73	1,503.18	1,685.25	1,719.96
短期债务（亿元）	862.82	823.03	923.70	1,046.37
长期债务（亿元）	1,380.47	1,794.59	2,073.84	2,137.27
全部债务（亿元）	2,243.29	2,617.62	2,997.53	3,183.64
营业总收入（亿元）	1,091.90	1,419.43	1,576.36	445.60
利润总额（亿元）	79.30	100.31	103.46	22.18
EBITDA（亿元）	116.73	155.43	158.12	--
经营性净现金流（亿元）	306.65	425.45	462.64	128.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.29	11.33	10.19	--
存货周转次数（次）	0.43	0.45	0.45	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.27	0.26	--
现金收入比（%）	113.04	125.01	124.79	123.78
营业利润率（%）	11.22	11.98	11.11	8.99
总资本收益率（%）	2.40	2.57	2.24	--
净资产收益率（%）	4.13	4.52	4.22	--
长期债务资本化比率（%）	50.69	54.42	55.17	55.41
全部债务资本化比率（%）	62.56	63.52	64.01	64.92
资产负债率（%）	72.47	73.97	74.09	74.90
流动比率（%）	186.69	183.83	181.50	177.67
速动比率（%）	70.15	67.61	63.51	63.68
经营现金流动负债比（%）	14.33	17.42	17.09	--
现金短期债务比（倍）	0.99	0.98	0.82	0.82
EBITDA 利息倍数（倍）	1.09	1.23	1.13	
全部债务/EBITDA（倍）	19.22	16.84	18.96	

注：2023 年一季度财务报表未经审计；其他流动负债中有息部分已计入短期债务计算；合并口径长期应付款、其他非流动负债中有息部分已计入长期债务计算；2020—2023 年 3 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 230.30 亿元、243.48 亿元、135.66 亿元和 148.20 亿元，未纳入有息债务核算；因口径调整，部分财务指标较此前披露数据有所差异

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	50.80	197.61	52.78	166.01
资产总额 (亿元)	714.15	1,288.18	1,381.55	1,472.19
所有者权益 (亿元)	285.31	358.85	304.96	335.41
短期债务 (亿元)	230.17	467.95	399.92	491.78
长期债务 (亿元)	188.68	375.26	570.95	606.41
全部债务 (亿元)	418.85	843.21	970.87	1,098.19
营业总收入 (亿元)	1.40	2.78	4.06	0.35
利润总额 (亿元)	9.10	5.32	3.05	18.34
EBITDA (亿元)	23.52	27.88	39.20	--
经营性净现金流 (亿元)	1.83	16.02	3.38	-0.83
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	23.25	5.02	7.21	--
存货周转次数 (次)	0.13	0.15	2.05	--
总资产周转次数 (次)	--	--	--	--
现金收入比 (%)	22.45	126.00	42.33	28.35
营业利润率 (%)	85.26	64.64	52.20	99.00
总资本收益率 (%)	3.30	2.29	3.04	--
净资产收益率 (%)	3.19	1.48	1.00	--
长期债务资本化比率 (%)	39.81	51.12	65.18	64.39
全部债务资本化比率 (%)	59.48	70.15	76.10	76.60
资产负债率 (%)	60.05	72.14	77.93	77.22
流动比率 (%)	81.95	71.46	84.00	102.60
速动比率 (%)	81.39	71.22	83.97	102.57
经营现金流动负债比 (%)	0.76	2.89	0.67	--
现金短期债务比 (倍)	0.22	0.42	0.13	0.34
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.66	1.26	1.10	--
全部债务/EBITDA (倍)	17.81	30.25	24.77	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；其他流动负债中有息部分已调入短期债务计算；2020—2023 年 3 月底，所有者权益中其他权益工具分别为 230.30 亿元、245.85 亿元、139.86 亿元和 152.46 亿元（与合并口径差额系子公司华金证券认购小份额集团永续债所致），未纳入有息债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 珠海华发集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行可 续期公司债券（第二期）的跟踪评级安排

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

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。