

珠海华发实业股份有限公司向特定 对象发行可转换公司债券 2025 年 跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕11380号

联合资信评估股份有限公司通过对珠海华发实业股份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，确定维持珠海华发实业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“华发定转”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：

二〇二五年十一月二十七日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受珠海华发实业股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

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

七、本报告所列示的主体评级及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。

八、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。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



珠海华发实业股份有限公司向特定对象 发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
珠海华发实业股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/11/27
华发定转	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”）进一步聚焦核心城市，拿地力度随销售回款下降而下降，公司土地储备较充足，一二线城市土地储备占比较高，大部分土地成本尚可，但仍需关注存量土地储备中低能级城市去化压力和部分城市的减值压力；财务方面，截至 2025 年 9 月末公司债务负担尚可，融资渠道畅通，债务结构合理，但公司 2024 年销售回款下降明显，货币资金持续消耗，对外部融资的依赖提升，2025 年前三季度现金流状况有所好转；此外公司存货部分位于三四线城市，面临一定的减值压力，同时较大规模的合作开发使得少数股东权益占比较高，需关注行业下行期带来的风险传导。2024 年以来，公司计提了较大规模的资产减值，盈利能力同比下降，2025 年前三季度盈利能力趋弱。考虑到公司作为珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）旗下 A 股上市公司，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度，公司能持续获得股东支持。

个体调整：无。

外部支持调整：公司控股股东华发集团综合实力强，在资金方面给予公司大力支持。

评级展望

随着公司进一步聚焦核心城市，公司销售有望保持一定的韧性，但财务表现可能承压，同时持续的股东支持有助于公司维持融资渠道，公司有望保持较强的流动性和很强的偿债能力，评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：无。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司融资渠道受阻，刚性兑付压力增大；公司大幅亏损，所有者权益大幅下降；华发集团对公司支持力度下降。

优势

- **股东实力雄厚，公司区域竞争力较强。**公司控股股东华发集团为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会直属的综合性平台，平台层级及战略地位较高，综合实力雄厚，在资金等方面给予公司支持力度较大。公司在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度和市场占有率。
- **土地储备较充足，且城市能级较高。**跟踪期内，公司进一步采取城市聚焦策略，仅在核心一二线城市获取项目，截至 2024 年底期末土地储备较充足，且一二线城市土地储备占 75.39%。
- **融资渠道相对畅通，债务结构合理。**截至 2025 年 9 月底，公司共获得银行授信 3237.21 亿元，尚未使用授信 2575.43 亿元，间接融资渠道畅通；截至 2025 年 9 月底，公司债务期限较为分散，债务结构合理。

关注

- **长期来看行业高速增长阶段已经结束。**2021 年下半年以来房地产市场大幅降温，目前行业趋势未见好转。从长期来看，房地产行业高速增长阶段已经结束，未来房地产市场运行存在一定不确定性。
- **三线及以下城市去化压力大，且存货面临一定减值压力。**截至 2024 年底，公司三线及以下城市土地储备有一定比例，但公司房地产销售金额主要由高能级城市贡献，而低能级城市销售规模较小，面临的去化压力大，未来面临一定的减值压力。
- **合作开发规模较大，少数股东权益占比高，权益稳定性有待提高，且需关注行业下行期合联营项目情况。**公司合作开发规模较大，少数股东权益占比高，截至 2025 年 9 月底少数股东权益占 84.38%，权益稳定性有待提高，且对合联营企业担保规模大，需关注行业下行期合联营项目开发运营情况。

- **销售回款下降明显，货币资金持续消耗，盈利能力同比下降。**受行业下行影响，2024 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 499.78 亿元，较 2023 年下降 40.99%，加之建设开发支出规模较大，公司货币资金持续消耗。2024 年公司营业总收入和净利润均有所下降，盈利能力同比下降，2025 年前三季度盈利能力趋弱。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 房地产企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		3
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：股东支持				+2
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

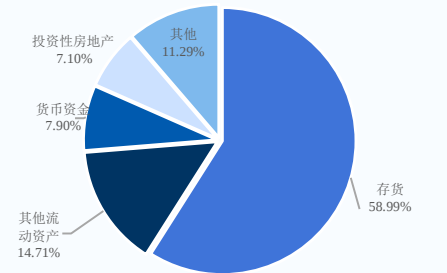
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
现金类资产（亿元）	533.20	463.42	332.27	347.09
资产总额（亿元）	4035.99	4516.99	4202.95	4012.77
所有者权益（亿元）	1091.72	1317.00	1249.88	1215.13
短期债务（亿元）	279.13	252.69	239.71	255.16
长期债务（亿元）	1192.70	1207.21	1198.62	1217.13
全部债务（亿元）	1471.83	1459.89	1438.33	1472.29
营业总收入（亿元）	604.47	721.45	599.92	517.50
利润总额（亿元）	65.29	58.73	19.62	18.11
EBITDA（亿元）	81.37	76.89	37.24	--
经营性净现金流（亿元）	385.46	505.44	159.00	174.16
营业利润率（%）	15.82	14.33	10.58	11.95
净资产收益率（%）	4.47	2.63	1.12	--
资产负债率（%）	72.95	70.84	70.26	69.72
调整后资产负债率（%）	66.17	63.23	63.08	63.57
全部债务资本化比率（%）	57.41	52.57	53.51	54.78
流动比率（%）	201.07	194.76	199.45	208.97
经营现金流动负债比（%）	22.04	25.43	9.09	--
现金短期债务比（倍）	1.91	1.83	1.39	1.36
EBITDA 利息倍数（倍）	0.97	0.81	0.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.09	18.99	38.62	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
资产总额（亿元）	1382.50	1624.55	1743.66	1799.83
所有者权益（亿元）	189.97	220.13	221.75	219.66
全部债务（亿元）	319.41	300.21	338.25	376.69
营业总收入（亿元）	23.24	18.82	14.20	9.69
利润总额（亿元）	14.40	5.07	9.91	3.37
资产负债率（%）	86.26	86.45	87.28	87.80
全部债务资本化比率（%）	62.71	57.70	60.40	63.17
流动比率（%）	58.03	61.54	64.00	65.37
经营现金流动负债比（%）	10.24	5.61	-5.44	--

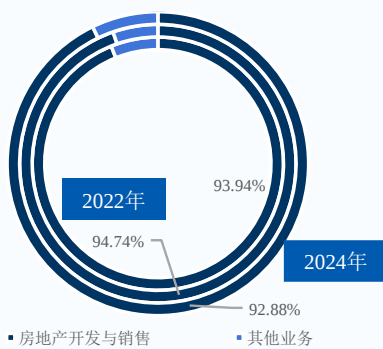
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2025 年 1—9 月财务数据未经审计；3. 公司其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务，公司本部债务未调整；4. “--”表示数据不适用

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

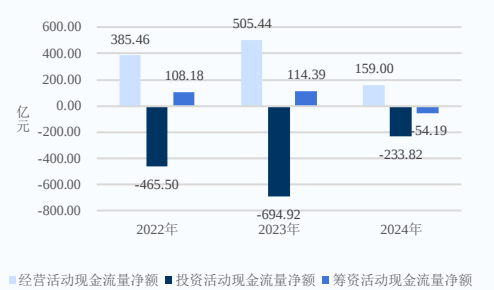
2024 年底公司资产构成



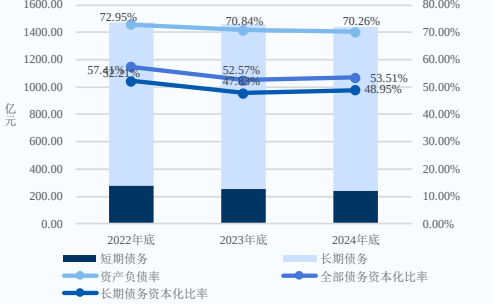
公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
华发定转	48.00	48.00	2031/09/22	赎回条款，回售条款

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
华发定转	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/13	杨哲 卢瑞	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208） / 房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	--

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨 哲 yangzhe@lhratings.com

项目组成员：朱一汀 zhuyt@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com
 电话：010-85679696 传真：010-85679228
 地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、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”）关于珠海华发实业股份有限公司（以下简称“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

公司前身系珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）的全资子公司珠海经济特区华发房地产公司。经中国证券监督管理委员会证监发行（2004）7号文批准，2004年2月，公司在上海证券交易所上市（股票简称：“华发股份”，证券代码：600325.SH）。截至2025年9月底，公司总股本27.52亿元，控股股东为华发集团，持有公司股权无质押，实际控制人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”），具体见附件1-1。

公司主营业务为房地产开发，按照联合资信行业分类标准划分为房地产行业。

截至2025年9月底，公司内设财务管理中心、人力资源管理中心、投拓管理中心及资金管理中心等多个职能部门。

截至2024年底，公司合并资产总额4202.95亿元，所有者权益1249.88亿元（含少数股东权益1052.44亿元）；2024年，公司实现营业总收入599.92亿元，利润总额19.62亿元。截至2025年9月底，公司合并资产总额4012.77亿元，所有者权益1215.13亿元（含少数股东权益1025.31亿元）；2025年1—9月，公司实现营业总收入517.50亿元，利润总额18.11亿元。

公司注册地址：广东省珠海市昌盛路155号；法定代表人：郭凌勇。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2025年10月底，“华发定转”尚未到付息日，转股价格为7.06元/股。截至2025年10月底，“华发定转”已投入募集说明书中的承诺投资项目6.85亿元，此外，公司于2025年10月15日召开董事局会议，同意公司使用不超过人民币36亿元的闲置募集资金临时补充流动资金，使用期限自董事局审议批准之日起不超过12个月。

图表1·截至2025年10月底“华发定转”概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
华发定转	48.00	48.00	2025/09/22	6

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025年前三季度，宏观政策呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。

2025年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。当前经济运行呈现结构分化特征：供给强于需求，价格仍然偏弱，但“反内卷”政策下通胀已出现改善。宏观杠杆率被动上升，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、企业居民需求偏弱”的格局。工业企业利润在低基数、费用压降与非经常性损益的支撑下转为正增长，但改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。

下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。在已出台政策的持续托举下，完成全年增长目标压力较小。新型政策性金融工具等资金落地有望支撑基建，但消费与地产政策效果仍需观察，出口受前期透支与高基数影响承压，CPI或保持低位震荡，PPI降幅有望继续收窄。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025年前三季度）](#)》。

五、行业分析

2025上半年，土地成交进入底部空间，在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，房企投资积极性不足，但核心城市核心区域

土地资源仍维持高热度。2024 年新政带来了阶段性回暖，但随着政策效应衰减，2025 年 6 月市场跌幅有扩大趋势。从去化周期看，行业库存出清压力明显，房价仍未止跌，居民购房偏谨慎。从融资端来看，2025 年上半年，国内房地产行业的融资环境整体上延续了宽松态势，但在行业下行压力未减、债务违约风险犹存的情况下，中小型和高负债房企的流动性问题仍较为严峻。本轮房地产行业长期且深度的调整仍在继续，行业止跌回稳的实现仍主要取决于需求的回暖，未来房企打造优质产品能力的重要性将更加凸显。完整版房地产行业分析详见《[2025 年上半年房地产行业信用风险总结及展望](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司拥有房地产一级开发资质，自成立以来专注于房地产领域，先后开发“华发新城”“华发世纪城”“华发水郡”“华发蔚蓝堡”“横琴首府”“琴澳新城”等楼盘，具备丰富的住宅开发经验，品牌知名度较高。2024 年，公司全口径签约销售金额 1054.44 亿元，克而瑞排名第 10。截至 2024 年底，公司合并口径未售土地储备 1213.74 万平方米，土地储备较充足。公司土地储备主要分布在华南、华东和珠海，其中一二线城市土地储备占比 75.39%，土地储备城市能级较高。公司在一二线的土地储备大部分成本尚可，但部分城市如武汉、南京等面临一定的减值压力。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用记录》（中征码：4404010000163038），截至 2025 年 9 月 26 日，公司未结清和已结清信贷信息中无不良或关注类信贷记录。

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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单，公司在国家企业信用信息公示系统、资本市场违法违规失信记录平台、重大税收违法失信案件以及信用中国中无不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司修订公司章程，取消监事会，由审计委员会行使监事会职权，同时修订部分管理制度，但主要管理制度延续。跟踪期内，公司 2 名独立董事发生变更，2025 年 4 月 23 日，高级管理人员俞卫国先生、张驰先生、罗彬女士辞任，并聘任张巍先生、叶宁先生为公司执行副总裁，聘任杨拥军先生为公司财务总监。2025 年 5 月 31 日，公司董事局主席李光宁辞职，选举董事局副主席郭凌勇先生担任公司董事局主席；2025 年 6 月，公司董事、执行副总裁张延因个人原因辞职，此后增补了刘颖喆先生、向宇先生为公司董事。2025 年 9 月，公司执行副总裁张巍因个人原因辞职。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年公司房地产业务结转规模下降带动营业总收入下降 16.84%，公司综合毛利率持续下降，但仍处于行业平均水平。2025 年 1—9 月，公司营业总收入同比增幅较大，但受计提大额资产减值损失影响，公司利润总额同比有所下降。

2024 年，房地产开发与销售收入仍是公司主要收入来源，但由于房地产行业景气度不佳，公司房地产业务结转规模同比下降 18.48%，营业总收入同比下降 16.84%。其他业务主要是与房产开发相关的物业服务、工程管理、房屋租赁等收入，整体业务规模不大。

从毛利率看，由于房地产市场整体低迷，销售价格走低，2024 年公司房地产业务毛利率同比下降 3.67 个百分点，公司综合毛利率持续下降，但仍处于行业平均水平。

2025 年 1—9 月，公司实现营业总收入 517.50 亿元，同比增长 63.98%，主要系公司房地产项目结转收入增加所致；综合毛利率 14.26%，利润总额 18.11 亿元，同比下降 30.74%，主要系当期计提大额资产减值（深圳冰雪世界项目计提减值 14.36 亿元）所致。

图表 2 • 2022—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发与销售	567.84	93.94%	20.25%	683.50	94.74%	17.98%	557.19	92.88%	14.31%
其他业务	36.63	6.06%	18.65%	37.95	5.26%	20.88%	42.73	7.12%	14.38%
合计	604.47	100.00%	20.15%	721.45	100.00%	18.14%	599.92	100.00%	14.32%

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

2 房地产开发业务

（1）土地储备

跟踪期内，公司进一步聚焦核心高能级城市，但拿地力度下降。公司土地储备较充足，大部分在一二线城市，整体区域分布较好，但仍有部分低能级三四线城市项目，去化和合作方风险值得关注。

近年来，公司采取城市聚焦战略，加大对上海、广州、深圳、北京、杭州、成都等高能级城市的投资布局。2024 年，公司量入为出，在房地产市场未明显好转的情况下，并表口径拿地金额同比下降，2024 年公司全口径共获取 6 个项目，其中上海 1 个，广州 1 个，成都 3 个，西安 1 个；2025 年前三季度，公司全口径共获取项目 3 个，其中成都 2 个，杭州 1 个。公司新增项目拿地成本尚可，有一定盈利空间。但公司合作开发规模较大，合作方以国企和央企为主，仍需关注行业下行期合作方风险。

图表 3 • 公司土地储备获取情况

年份	建筑面积（万平方米）	土地出让金额（亿元）	楼面均价（万元/平方米）
2022 年	88.82	272.69	3.07
2023 年	287.86	308.91	1.08
2024 年	33.76	94.11	2.79
2025 年 1—9 月	18.51	51.10	2.76

注：公司土地储备口径为并表口径数据；尾数差异系四舍五入导致；楼面均价=土地出让金额/建筑面积
 数据来源：公司提供

截至 2024 年底，公司合并口径未售土地储备 1213.74 万平方米，土地储备较充足。公司土地储备主要分布在华南、华东和珠海，其中一二线城市¹土地储备占比 75.39%，剩余土地储备主要分布在鄂州、湛江、中山和江门等三线及以下城市，三线及以下城市在当前房地产市场环境下面临的去化压力大。从土地储备城市分布看，公司前十大城市土地储备面积占比为 78.37%，其中珠海、深圳、武汉、鄂州和湛江分别占 17.59%、11.77%、11.03%、9.18 和 6.31%，公司在鄂州和湛江有较大规模的土地储备，去化情况值得关注。

图表 4 • 截至 2024 年底公司剩余可售项目情况

区域	剩余可售面积（万平方米）	占比
北方区域	121.04	9.97%
华东区域	206.49	17.01%
华南区域	672.70	55.42%
珠海区域	213.51	17.59%
总计	1213.74	100.00%

注：1. 表中数据为并表口径，未开发土地储备剩余可售面积以计容建筑面积代替，包括长租公寓和商业项目；2. 尾数差异系四舍五入所致；3. 珠海区域包括：珠海；华东区域包括：北京、杭州、嘉兴、南京、南通、宁波、上海、绍兴、苏州、天津、温州、无锡、西安、徐州、义乌、常熟和太仓；华南区域包括：成都、鄂州、佛山、广州、惠州、江门、昆明、南宁、清远、汕尾、深圳、武汉、宜昌、湛江、长沙、中山和重庆；北方区域包括：包头、大连、青岛、沈阳、威海、烟台和郑州
 资料来源：公司提供，联合资信整理

¹ 一线城市包括北京、上海、广州和深圳；二线城市包括大连、长沙、青岛、沈阳、烟台、郑州、天津、西安、杭州、南京、绍兴、苏州、无锡、武汉、徐州、义乌、成都、佛山、惠州、昆明、南宁、重庆和珠海；三线及以下城市包括包头、威海、常熟、鄂州、太仓、江门、汕尾、湛江和中山

(2) 项目开发建设

2024 年公司新开工面积同比下降，竣工力度小幅下降，2025 年前三季度，公司新开工和竣工面积同比均大幅下降，期末在建面积较上年底有所下降，但有一定建设开发支出压力。

从项目开发看，由于房地产行业景气度较低，需求端持续遇冷，2024 年新开工面积同比大幅下降。“保交楼”等政策要求下，竣工面积虽有所下降但仍保持在较大规模。2025 年前三季度，公司新开工面积和竣工面积同比均大幅下降。截至 2025 年 9 月底，公司期末在建面积 643.10 万平方米。在“保交楼”政策下，预计未来一定时期内，公司仍将维持一定的开发建设支出。

图表 5 • 公司房地产项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-9 月
新开工面积	285.70	204.75	94.59	23.59
竣工面积	660.39	514.93	488.53	139.12

注：上表口径为并表口径，尾数差异系四舍五入导致
资料来源：公司年报

(3) 房地产销售情况

2024 年房地产市场景气度依然不佳，公司销售面积和销售金额均有所下降，2025 年前三季度公司销售金额略有下降。公司销售主要由高能级城市贡献，与公司城市聚焦战略相匹配，但低能级城市去化压力大，若高能级城市未能及时补货，未来可能面临一定的销售下行压力。

签约销售方面，2024 年由于房地产市场仍未企稳，全口径签约销售面积和签约销售金额均有所下滑，同时由于房价的普遍下行，公司签约销售均价较 2023 年有所下降。2025 年前三季度，公司签约销售面积同比增长 6.1%，但销售金额同比下降 2.8%。

图表 6 • 公司房地产项目销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-9 月
签约销售面积	400.90	399.38	369.61	241.6
签约销售金额	1202.41	1259.88	1054.44	633.1
签约销售均价	3.00	3.15	2.85	2.62

注：1. 公司房地产项目销售数据为全口径数据；尾数差异系四舍五入导致；2. 2025 年 1-9 月数据来自公司 2025 年三季度经营情况简报
资料来源：公司提供

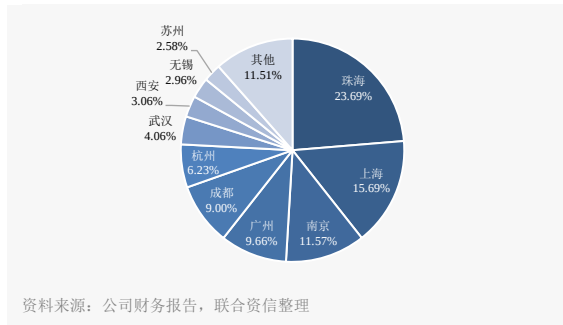
销售区域方面，2024 年华东区域仍贡献较大销售额，但占比较 2023 年有所下降，主要系上海的销售规模下降所致。从城市销售金额来看，2024 年公司前十大城市合计占 88.49%，集中度较高，与公司高能级城市聚焦战略相匹配，但土地储备中存量三四线城市仍占有一定规模，对销售贡献较小。公司低能级城市项目面临的销售去化压力较大，若高能级城市未能及时补货，公司销售下行压力较大。

图表 7 • 2024 年公司销售区域分布

区域	销售金额（亿元）	占比
北方区域	22.18	2.10%
华东区域	461.73	43.79%
华南区域	320.76	30.42%
珠海区域	249.77	23.69%
总计	1054.44	100.00%

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图表 8 • 2024 年销售金额占比前十大城市情况



3 未来发展

公司未来将持续加大对高能级城市核心区域投资，有利于公司去化。

未来公司将实施精品战略升级，持续优化产品品质，提升产品技术标准，将科技智慧融入未来住宅产品之中。业务管控上，围绕精细化管理要求，不断完善各业务条线制度流程建设，通过分级授权机制和审批流程权限的优化调整，夯实“三级管控”架构基础，系统梳理各职能公司权责关系。区域拓展上，扎根珠海，确保珠海的龙头地位；加大对上海、广州、深圳、北京、杭州和成都等高能级城市的投资布局，开拓其他一线及二线重点城市的市场；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，强化合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。依托“开发+经营”双轮驱动，构建更具发展韧性的业务战略格局。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，公司 2025 年 1—9 月财务数据未经审计。公司合并范围变动主要为项目子公司，财务数据可比性较强。

1 资产质量

截至 2024 年底公司资产规模有所下降，货币资金下降较快，存货中开发产品占比上升，未来有一定的去化和减值压力；截至 2025 年 9 月底，存货下降带动资产总额有所下降。公司合作开发规模较大，以央国企为主，但仍需关注可能带来的风险传导。公司资产受限规模一般。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底下降 6.95%，以存货为主的流动资产占比仍较高。截至 2024 年底，公司货币资金较上年底下降 28.31%，主要系公司销售回款下降，而建设开发支出仍保持在较大规模，货币资金持续消耗所致，货币资金中有 88.48 亿元的预售监管资金，受限货币资金 6.40 亿元。2024 年公司拿地力度大幅下降，截至 2024 年底，公司存货较上年底下降 9.85%，其中开发产品占 35.50%，较 2023 年底上升 13.16 个百分点，去化压力加大，2024 年公司对存货计提跌价准备 15.55 亿元，主要为对武汉、无锡和南京区域的减值，期末累计计提存货跌价准备 29.40 亿元，当前房地产市场仍处于筑底期，公司有部分存量项目位于三四线城市，未来仍有一定的存货减值压力。其他流动资产主要为合作开发项目往来款项，2024 年底有所增长，公司合作对象以华润置地、招商蛇口和厦门建发等央国企为主。公司将部分存货如商业和公寓等转入投资性房地产科目计量，公司投资性房地产以公允价值进行后续计量，2024 年底公司投资性房地产较上年底增长 8.11%，主要系合并范围扩大以及存货转入所致，2024 年公司出租房地产的租金收入为 7.85 亿元。

截至 2025 年 9 月底，公司资产总额较上年底下降 4.52%，资产结构变动不大。其中存货较上年底下降 8.91%，主要系公司降低拿地力度以及项目结转收入所致；其他资产变动不大。

图表 9 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	3517.03	87.14%	3871.06	85.70%	3490.34	83.04%	3295.30	82.12%
货币资金	532.92	13.20%	463.20	10.25%	332.06	7.90%	346.85	8.64%
存货	2435.53	60.35%	2750.32	60.89%	2479.50	58.99%	2258.54	56.28%
其他流动资产	487.25	12.07%	610.62	13.52%	618.43	14.71%	628.13	15.65%
非流动资产	518.95	12.86%	645.93	14.30%	712.61	16.96%	717.47	17.88%
长期股权投资	252.19	6.25%	252.46	5.59%	280.25	6.67%	279.10	6.96%
投资性房地产	167.73	4.16%	276.11	6.11%	298.51	7.10%	303.98	7.58%
资产总额	4035.99	100.00%	4516.99	100.00%	4202.95	100.00%	4012.77	100.00%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 9 月底，公司受限资产情况如图表 10 所示，受限资产占总资产的比例为 20.41%，总体看公司资产受限程度一般。

图表 10 • 截至 2025 年 9 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占对应资产的比例	受限原因
货币资金	4.07	1.17%	各类保证金
存货	566.75	25.09%	借款设定的抵押
固定资产	7.91	14.57%	借款设定的抵押
投资性房地产	240.23	79.03%	借款设定的抵押
合计	818.96	--	--

注：尾数差异系四舍五入导致

资料来源：公司提供，联合资信整理

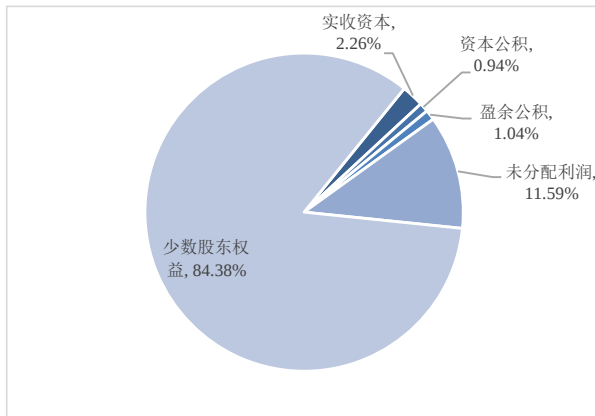
2 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2025 年 9 月底，公司所有者权益有所下降，少数股东权益占比高²，权益稳定性有待提高。

截至 2024 年底，公司所有者权益 1249.88 亿元，较上年底下降 5.10%，主要系资本公积和少数股东权益下降所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 15.80%，少数股东权益占比为 84.20%，所有者权益结构稳定性有待提高。截至 2025 年 9 月底，公司所有者权益合计 1215.13 亿元，同比下降 2.78%，主要系少数股东权益下降所致，所有者权益结构变动不大。

图表 11 • 截至 2025 年 9 月底公司所有者权益构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(2) 负债

截至 2024 年底，公司负债总额有所下降，全部债务略有下降，融资构成中银行贷款占比相对较高，但融资成本在国企中偏高。截至 2025 年 9 月底，公司负债总额继续下降，但全部债务有所增长，债务期限结构合理。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底下降 7.72%，流动负债占比相对较高。经营性负债方面，随着公司新开工项目减少以及在在建项目的下降，公司应付账款较上年底下降 29.51%，往来及拆借款和土地增值税的增长带动其他应付款（合计）增长，截至 2024 年底，公司其他应付款（合计）主要由往来及拆借款（占 80.81%）和土地增值税准备金（占 13.21%）构成。截至 2025 年 9 月底，公司负债总额较上年底下降 5.26%，其中合同负债较上年底下降 17.22%，主要系当期结转收入规模较大所致，应付债券较上年底增长 16.73%。

图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

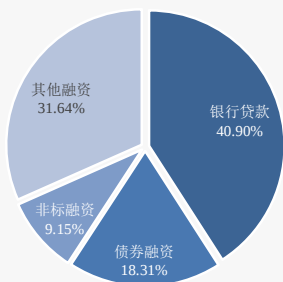
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1749.19	59.41%	1987.64	62.11%	1750.02	59.26%	1576.90	56.37%
应付账款	334.35	11.36%	412.50	12.89%	290.78	9.85%	276.12	9.87%
其他应付款（合计）	233.94	7.95%	282.13	8.82%	316.86	10.73%	303.75	10.86%
一年内到期的非流动负债	253.74	8.62%	248.05	7.75%	200.41	6.79%	161.37	5.77%
合同负债	803.95	27.31%	930.18	29.07%	812.70	27.52%	672.77	24.05%
非流动负债	1195.07	40.59%	1212.36	37.89%	1203.05	40.74%	1220.74	43.63%
长期借款	825.84	28.05%	820.13	25.63%	793.82	26.88%	777.16	27.78%
应付债券	232.88	7.91%	214.64	6.71%	224.86	7.61%	262.48	9.38%
其他非流动负债	124.26	4.22%	164.01	5.13%	170.38	5.77%	168.21	6.01%
负债总额	2944.27	100.00%	3200.00	100.00%	2953.07	100.00%	2797.64	100.00%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

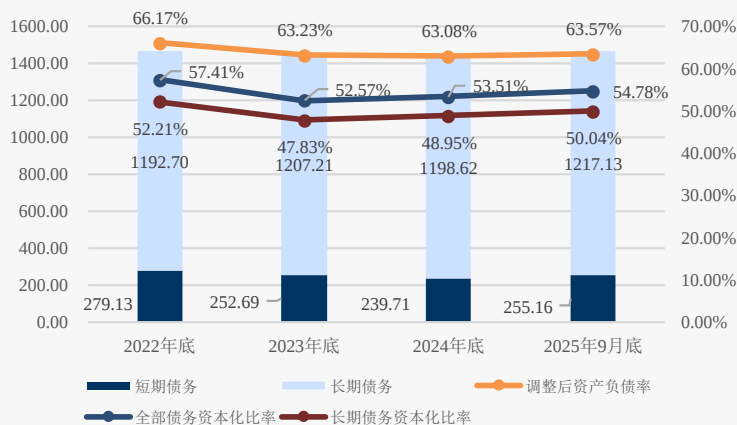
² 公司少数股东权益中，华发集团通过向公司子公司增资方式对公司提供支持，详见外部支持板块。

图表 13 • 截至 2024 年底公司债务构成



注：图中的融资渠道构成以公司提供的有息债务 1416.13 亿元为基础计算，和联合资信全部债务口径有差异；其他融资包括资产证券化产品、保理、华发集团借款等
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图表 14 • 公司杠杆情况（亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务³1438.33 亿元，较上年底下降 1.48%，长期债务占比高。融资渠道方面，截至 2024 年底，以公司提供的有息债务为基础，银行贷款占 40.90%，非标融资占比较上年底有所下降。2024 年公司平均融资成本为 5.22%，融资成本在国企中相对偏高。截至 2024 年底，公司调整后资产负债率较上年底略有下降，全部债务资本化比率略有上升。截至 2025 年 9 月底，公司全部债务增加至 1472.29 亿元，调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所上升。

截至 2025 年 9 月底，从债务期限结构来看，公司债务期限结构较为合理，集中偿付压力不大。

图表 15 • 截至 2025 年 9 月底公司有息债务期限分布情况

项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	5 年以上	合计
偿还金额（亿元）	243.68	397.60	260.36	182.10	41.08	326.58	1451.40
占比	16.79%	27.39%	17.94%	12.55%	2.83%	22.50%	100.00%

注：上表中债务不含应付利息、应付票据和租赁负债，故和联合资信债务口径有所差异，应付债券按到期日计算
资料来源：公司提供

3 盈利能力

2024 年，公司营业总收入有所下降，加之毛利率下降以及计提资产减值损失，公司盈利能力同比下降；2025 年前三季度，公司营业总收入同比增幅较大，但资产减值损失削弱了公司盈利能力。公司近年来获取的项目以一二线核心城市为主，土地成本尚可。

2024 年，公司实现营业总收入同比下降 16.84%，加之毛利率下降和资产减值损失，公司利润总额同比下降 66.59%。2025 年前三季度，公司结转规模较大，营业总收入同比增长 63.98%，但利润总额同比下降 30.74%，主要系当期计提大额资产减值损失所致。公司近年来获取的项目以一二线核心城市为主，土地成本尚可，尚有一定盈利空间。

期间费用方面，2024 年，公司期间费用同比下降 11.09%。随着销售规模的下降，销售费用同比下降 23.92%；财务费用同比增长 87.03%，主要系在建项目减少，资本化利息下降所致。2025 年前三季度，公司期间费用同比增长 30.18%，主要系当期在建规模下降，资本化利息下降导致财务费用同比大幅增长。

非经常性损益方面，2024 年公司投资收益增幅较大，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致；同期，公司计提资产减值损失 18.40 亿元，主要系计提存货跌价准备所致。2025 年前三季度，公司计提资产减值损失 14.36 亿元，主要系深圳冰雪世界项目被政府收储，收储价格低于公司获取成本，对应计提减值损失所致。

盈利指标方面，2024 年，随着毛利率的下行以及计提资产减值损失，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均下行。

³ 联合信用的全部债务在公司有息债务基础上，还包括租赁负债和应付票据

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
营业总收入	604.47	721.45	599.92	517.50
营业成本	482.68	590.61	514.04	443.72
期间费用	39.58	42.30	37.61	29.27
资产减值损失	-7.60	-15.95	-18.40	-14.36
投资收益	15.39	2.81	9.68	0.41
利润总额	65.29	58.73	19.62	18.11
营业利润率（%）	15.82	14.33	10.58	11.95
总资本收益率（%）	2.34	1.72	1.00	--
净资产收益率（%）	4.47	2.63	1.12	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

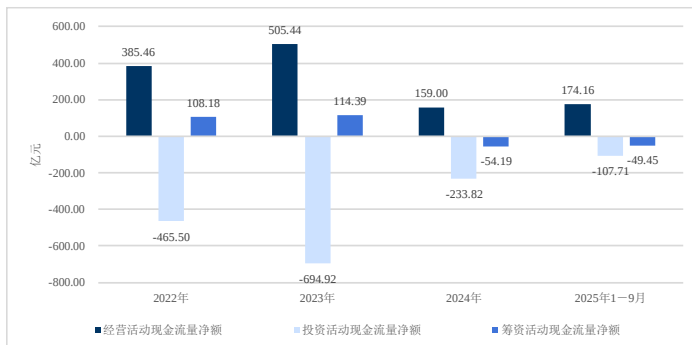
4 现金流

2024年，公司经营活动现金净流入规模同比下降，公司对外部融资有一定依赖，筹资活动现金小幅净流出。2025年前三季度，公司经营活动现金净流入规模同比扩大，投资活动现金净流出规模收缩，筹资活动现金小幅净流出，公司现金流状况有所改善。

经营活动方面，2024年公司销售商品、提供劳务收到的现金为499.78亿元，较2023年增长下降40.99%，主要系2024年约三分之一的签约销售金额于2024年四季度完成加之合作项目回款较慢所致。公司经营活动现金仍保持净流入，但净流入规模同比下降。投资活动方面，公司将购地支出计入购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，2024年公司投拓力度下降，投资活动现金净流出同比下降66.35%。2024年，公司筹资活动前现金流量净额为-74.82亿元，经营活动现金不能覆盖投资支出，公司对外部融资有一定依赖。筹资活动方面，2024年，公司偿还部分债务，筹资活动现金小幅净流出。

2025年前三季度，公司经营活动现金净流入规模较大，较上年同期大幅增长，主要系当前公司在建规模下降，购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降所致；投资活动现金净流出规模同比下降明显，主要系公司拿地力度下降以及对合联营企业的投资下降所致；筹资活动小幅净流出，主要系支付利息以及分配股利所致。

图表 17 • 公司现金流量情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

5 偿债指标变化

公司短期偿债指标尚可，长期偿债指标偏弱。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年末/2022 年	2023 年末/2023 年	2024 年末/2024 年	2025 年 9 月末/ 2025 年 1—9 月
短期偿债指标	流动比率（%）	201.07	194.76	199.45	208.97
	速动比率（%）	61.83	56.39	57.76	65.75

长期偿债指标	经营现金/流动负债（%）	22.04	25.43	9.09	--
	经营现金/短期债务（倍）	1.38	2.00	0.66	--
	现金短期债务比（倍）	1.91	1.83	1.39	1.36
	EBITDA（亿元）	81.37	76.89	37.24	--
	全部债务/EBITDA（倍）	18.09	18.99	38.62	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.26	0.35	0.11	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.97	0.81	0.47	--
	经营现金/利息支出（倍）	4.58	5.35	2.00	--

注：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

短期偿债指标方面，截至 2024 年底，公司流动比率和速动比率均有所上升，但现金短期债务比下降较快，为 1.39 倍，截至 2025 年 9 月底，公司现金短期债务比为 1.36 倍。考虑到公司的国企背景，且华发集团对公司支持力度较大，短期偿债能力尚可。

长期偿债指标方面，2024 年，由于 EBITDA 同比下降 51.56%，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖下降明显，长期偿债指标偏弱。

对外担保方面，截至 2025 年 9 月底，除对购房者提供的担保外，公司对外担保合计 80.55 亿元，均为对合联营企业的担保，需关注合作方项目带来的或有负债风险。

未决诉讼方面，据公司披露的公告，截至 2025 年 11 月 18 日，公司合并范围内连续十二个月内发生且存续的诉讼案件涉案金额合计 23.70 亿元，其中 2025 年 11 月 11 日，公司子公司珠海华卓房产开发有限公司（以下简称“珠海华卓”）诉吉林天茂置业集团有限公司（以下简称“吉林天茂”），涉及金额 6.28 亿元，主要系珠海华卓与吉林天茂共同开发建设华茂天城国际半岛花园项目，根据合作协议约定，在满足项目公司日常生产经营需要资金的前提下，珠海华卓与吉林天茂可按持股比例自项目公司调用盈余资金，在项目公司根据经营需要向股东方发出归还资金请求时，双方股东应按时归还借款。项目公司根据生产经营需要多次向吉林天茂发函要求返还资金，但吉林天茂未返还，累计应返还资金为 6.27 亿元。该案件已由广东省珠海市中级人民法院受理，尚未审理。

银行授信方面，截至 2025 年 9 月底，公司共获得银行授信 3237.21 亿元，尚未使用授信 2575.43 亿元，间接融资渠道畅通。

6 公司本部主要变化情况

公司本部资产以其他应收款和长期股权投资为主，债务负担尚可。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 1743.66 亿元，较上年底增长 7.33%，主要由长期股权投资（占 53.67%，主要为持有的子公司股权）和其他应收款（占 39.46%，主要为与子公司的往来款）构成。债务规模 338.25 亿元，较上年底增长 12.67%。全部债务资本化比率为 60.40%，短期债务 46.05 亿元。截至 2024 年底，公司本部货币资金 33.73 亿元。

2024 年，公司本部实现营业总收入 14.20 亿元，利润总额 9.91 亿元，同期，公司本部投资收益为 17.60 亿元。现金流量方面，2024 年公司本部经营活动现金流量净额为-66.93 亿元，投资活动现金流量净额为-5.28 亿元，筹资活动现金流量净额为 30.39 亿元。

（五）ESG 方面

公司积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度较完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为房地产企业，在项目建设中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司加强对施工现场扬尘、噪声、废水及废弃物排放的管理，加强施工过程污染防治，全面提升绿色施工管理水平，最大限度减少施工过程对环境的影响。2024 年，公司符合绿色建筑标准的项目共 16 个，新增绿色建筑面积 271.47 万平方米。2024 年，公司综合能耗 3.99 万吨标准煤，较上年下降 14.38%，无害废弃物产生量 11.00 万吨。

社会责任方面，公司为 2024 年度纳税信用 A 级纳税人，解决就业 1.53 万人，注重员工安全及公平雇佣，女性员工占比 39.59%，未发生重大安全事故。公司在采购管理和供应商管理方面制定了《华发股份招标采购管理制度》及相关采购工作实施指引，建立健全招采管理体系，并建立了供应商准入制度，上下游合同履约能力良好。公司积极响应政府政策，2024 年乡村振兴总投入 421.92 万元，2024 年公司对外捐赠总金额 3434.89 万元。

公司成立由董事局主席担任最高工作负责人的 ESG 工作领导小组，组建由战略运营管理中心牵头、各部门各单位协同配合的 ESG 工作小组，负责定期编发社会责任报告或 ESG 报告，ESG 信息披露质量较好，ESG 风险管理体系较完善。

七、外部支持

1 支持能力

控股股东华发集团综合实力强。

公司控股股东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核心业务的综合性平台，平台层级及战略地位较高，实力雄厚，在融资增信等方面能够给予公司较大的支持。

2 支持可能性

华发集团在资金方面给予公司大力支持。

截至 2024 年底，华发集团财务公司给予公司授信额度 260 亿元，公司已使用额度为 50.83 亿元。2020—2021 年，华发集团旗下珠海华发城市运营投资控股有限公司、珠海城市建设集团有限公司以及公司对珠海市海川地产有限公司按股权等比例货币增资近 600 亿元，截至 2021 年底，资金已经全部到位。此外，华发集团及其子公司对公司的担保额度为 350 亿元，截至 2024 年底，公司向华发集团及其子公司拆入资金余额为人民币 122.10 亿元、美元 6.43 亿元。

八、债券偿还能力分析

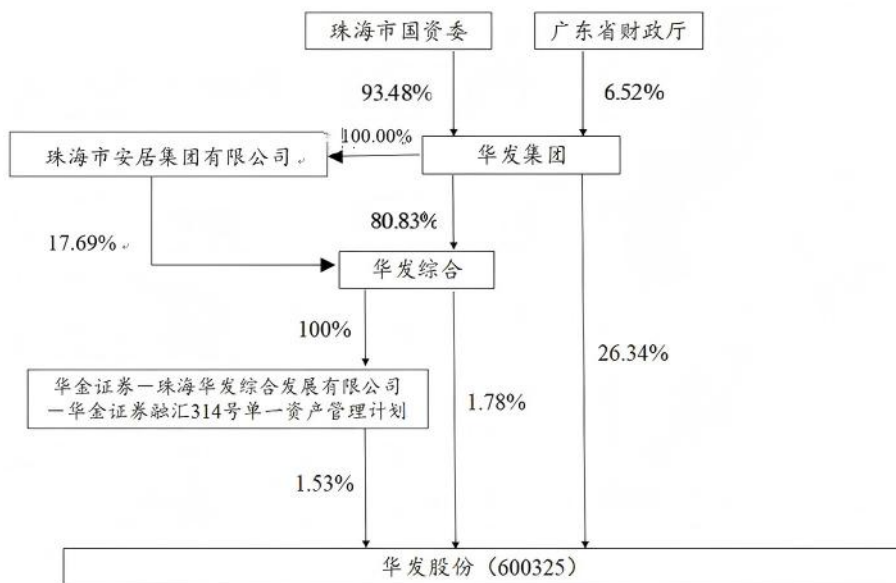
2024 年公司经营性净现金和 EBITDA 对“华发定转”保障程度较高，考虑到未来可能的转股因素，公司相关指标对“华发定转”的保障能力或将提升。

截至 2025 年 10 月底，“华发定转”余额为 48.00 亿元，将于 2031 年到期。2024 年，公司经营活动产生的现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为“华发定转”余额的 12.07 倍、3.31 倍和 0.78 倍，对“华发定转”保障程度较高。考虑到未来可能的转股因素，公司相关指标对待偿还债券的保障能力或将提升。

九、跟踪评级结论

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，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“华发定转”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

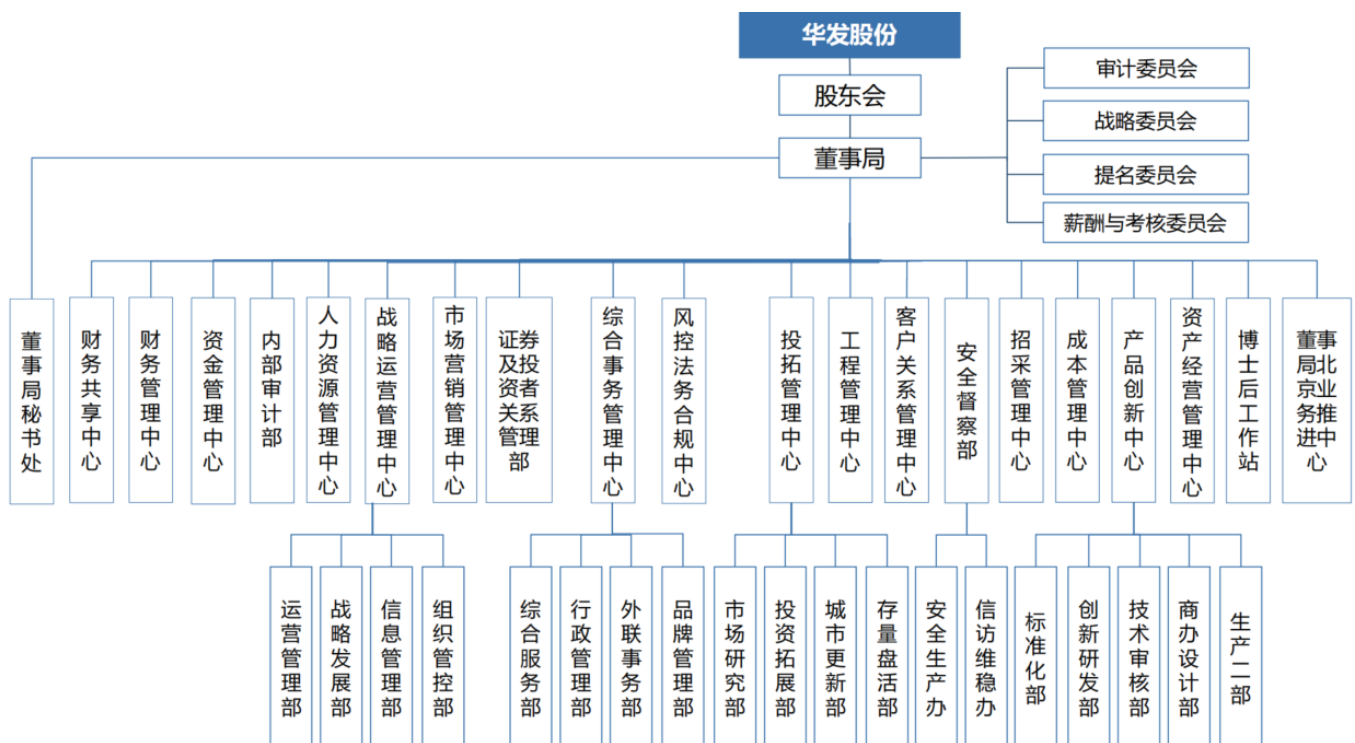
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 9 月底）



注：华发综合是珠海华发综合发展有限公司的简称

资料来源：联合资信根据公开信息整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
珠海华阔综合服务有限公司	55500	咨询与服务	100.00%	--	设立
珠海华铸供应链有限公司	10000	咨询与服务	100.00%	--	设立
珠海铎国商贸有限公司	20408.16	批发、零售	49.00%	51.00%	设立
珠海市海川地产有限公司	100903.6	房地产开发	50.20%	--	同一控制下企业合并
珠海华郡房产开发有限公司	200020	房地产开发	100.00%	--	非同一控制下企业合并
上海铎发创盛置业有限公司	60000	房地产开发	100.00%	--	设立
绍兴铎泽置业有限公司	50000	房地产开发	--	100.00%	设立
徐州铎发置业有限公司	50000	房地产开发	--	100.00%	设立
沈阳华纳置业有限公司	70000	房地产开发	--	19.43%	设立
大连华藤房地产开发有限公司	190990	房地产开发	100.00%	--	设立
威海华发房地产开发有限公司	30000	房地产开发	80.00%	20.00%	非同一控制下企业合并
珠海华发商业经营管理有限公司	175800	房地产开发	88.40%	11.60%	设立
珠海华发建筑设计咨询有限公司	50000	商业运营管理	100.00%	--	设立
广东华发中新科技投资控股有限公司	20000	建筑设计	90.00%	10.00%	设立
珠海华绮投资有限公司	10000	投资管理	65.00%	--	非同一控制下企业合并

注：仅列示注册资本金在 1 亿元以上的子公司
 资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	533.20	463.42	332.27	347.09
应收账款（亿元）	12.31	12.48	15.46	21.93
其他应收款（亿元）	14.04	17.67	16.75	18.20
存货（亿元）	2435.53	2750.32	2479.50	2258.54
长期股权投资（亿元）	252.19	252.46	280.25	279.10
固定资产（亿元）	29.15	50.63	52.34	54.25
在建工程（亿元）	5.94	0.37	0.77	0.94
资产总额（亿元）	4035.99	4516.99	4202.95	4012.77
实收资本（亿元）	21.17	27.52	27.52	27.52
少数股东权益（亿元）	897.11	1095.23	1052.44	1025.31
所有者权益（亿元）	1091.72	1317.00	1249.88	1215.13
短期债务（亿元）	279.13	252.69	239.71	255.16
长期债务（亿元）	1192.70	1207.21	1198.62	1217.13
全部债务（亿元）	1471.83	1459.89	1438.33	1472.29
营业总收入（亿元）	604.47	721.45	599.92	517.50
营业成本（亿元）	482.68	590.61	514.04	443.72
其他收益（亿元）	0.46	0.73	0.36	0.23
利润总额（亿元）	65.29	58.73	19.62	18.11
EBITDA（亿元）	81.37	76.89	37.24	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	722.57	846.89	499.78	311.77
经营活动现金流入小计（亿元）	805.94	911.80	579.50	418.54
经营活动现金流量净额（亿元）	385.46	505.44	159.00	174.16
投资活动现金流量净额（亿元）	-465.50	-694.92	-233.82	-107.71
筹资活动现金流量净额（亿元）	108.18	114.39	-54.19	-49.45
财务指标				
销售债权周转次数（次）	66.52	58.11	42.93	--
存货周转次数（次）	0.21	0.23	0.20	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.17	0.14	--
现金收入比（%）	119.54	117.39	83.31	60.25
营业利润率（%）	15.82	14.33	10.58	11.95
总资本收益率（%）	2.34	1.72	1.00	--
净资产收益率（%）	4.47	2.63	1.12	--
长期债务资本化比率（%）	52.21	47.83	48.95	50.04
全部债务资本化比率（%）	57.41	52.57	53.51	54.78
资产负债率（%）	72.95	70.84	70.26	69.72
调整后资产负债率（%）	66.17	63.23	63.08	63.57
流动比率（%）	201.07	194.76	199.45	208.97
速动比率（%）	61.83	56.39	57.76	65.75
经营现金流动负债比（%）	22.04	25.43	9.09	--
现金短期债务比（倍）	1.91	1.83	1.39	1.36
EBITDA 利息倍数（倍）	0.97	0.81	0.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.09	18.99	38.62	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2025 年 1—9 月财务数据未经审计；3. 公司其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务，公司本部债务未调整；4. “--”表示数据不适用

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	33.83	75.54	33.73	75.96
应收账款（亿元）	2.28	7.89	13.23	11.23
其他应收款（亿元）	449.26	578.83	688.12	689.83
存货（亿元）	16.48	9.41	8.79	6.31
长期股权投资（亿元）	810.71	895.27	935.77	946.39
固定资产（亿元）	0.75	0.84	1.39	1.34
在建工程（亿元）	0.02	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1382.50	1624.55	1743.66	1799.83
实收资本（亿元）	21.17	27.52	27.52	27.52
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	189.97	220.13	221.75	219.66
短期债务（亿元）	61.46	56.30	46.05	62.67
长期债务（亿元）	257.96	243.91	292.21	314.02
全部债务（亿元）	319.41	300.21	338.25	376.69
营业总收入（亿元）	23.24	18.82	14.20	9.69
营业成本（亿元）	13.54	6.29	0.49	2.48
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.02	0.03
利润总额（亿元）	14.40	5.07	9.91	3.37
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.65	6.99	0.77	1.99
经营活动现金流入小计（亿元）	172.64	137.72	68.29	91.08
经营活动现金流量净额（亿元）	95.42	64.74	-66.93	6.82
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.83	-23.06	-5.28	4.82
筹资活动现金流量净额（亿元）	-57.70	0.04	30.39	30.59
财务指标				
销售债权周转次数（次）	19.24	3.70	1.34	--
存货周转次数（次）	0.59	0.49	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	19.99	37.12	5.42	20.56
营业利润率（%）	37.06	64.08	95.21	72.86
总资本收益率（%）	7.71	7.40	6.56	--
净资产收益率（%）	7.06	3.39	5.34	--
长期债务资本化比率（%）	57.59	52.56	56.85	58.84
全部债务资本化比率（%）	62.71	57.70	60.40	63.17
资产负债率（%）	86.26	86.45	87.28	87.80
流动比率（%）	58.03	61.54	64.00	65.37
速动比率（%）	56.27	60.72	63.28	64.87
经营现金流动负债比（%）	10.24	5.61	-5.44	--
现金短期债务比（倍）	0.55	1.34	0.73	1.21
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司本部债务未调整；3. 未获取公司本部折旧摊销等数据，故不计算相关指标；4. 2025 年 1—9 月财务数据未经审计；5. “--”表示数据不适用，“/”表示未获取数据

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 × 100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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