

# 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 2026 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〔2026〕2632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：

高鸣

二〇二六年五月十五日

# 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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的信息，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，因此该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 2026 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	2026/05/15
华发定转	AAA/稳定	AAA/稳定	

## 评级观点

跟踪期内，受行业景气度下行影响，珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”）房地产销售规模有所下降，但仍保持较强的行业地位与品牌竞争力；公司主动收缩土地投资并控制新开工规模，积极推动在建项目竣工交付，土地投资支出明显减少，已开工项目建设支出压力减轻；公司土地储备较充足且一二线城市土地储备占比较高，区域结构总体合理，但仍需关注存量土地储备中部分低能级城市项目的去化和减值压力。财务方面，公司资产中房地产开发成本、开发商品以及合作开发中形成的往来款占比较大，存货减值压力仍需关注，往来款回收风险亦不可忽视。公司债务规模基本稳定，融资渠道畅通、融资成本进一步降低；债务期限结构合理，集中偿付压力相对可控。公司营业总收入因结转项目增加而有所增长，但结转项目利润空间收窄加之大规模确认资产减值损失，利润总额亏损，主要盈利指标大幅下降。公司经营活动现金净流入规模同比增长并充分覆盖投资活动净支出；筹资活动现金净流出，其中分配股利、利润或偿付利息的支出占比较大。由于利润总额大幅下降并发生亏损，公司长期偿债指标同比走弱，但短期偿债指标整体表现良好。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”）下属珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）体系内重要的房地产投资开发平台，公司持续获得股东在资本补充、流动性支持及融资增信等方面的有力支持。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）认为，上述外部支持能够在一定程度上缓冲公司个体基本面的阶段性风险。

**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，近年来通过增加注册资本、提供担保和借款给予了公司大力支持。

## 评级展望

公司行业地位稳定，随着公司地产业务持续聚焦核心城市、加强产品创新，公司销售有望保持一定的韧性；但若房地产行业景气度继续下行，公司财务表现仍可能承压。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：**不适用。

**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；地产行业景气度进一步下行，公司持续大幅亏损导致所有者权益继续大幅下降；华发集团对公司支持力度下降。

## 优势

- **跟踪期内，公司行业地位稳定，竞争力较强。**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。2025 年，公司全口径签约销售金额 785.58 亿元。在克而瑞研究中心发布的《2025 年 1—10 月中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》中，公司排名第 9 位。2025 年，公司交付住宅 2.55 万套，在亿翰智库《2025 中国房企超级交付力 TOP50 研究成果》中排名第六（较上年提升两个位次）。
- **股东实力雄厚，公司竞争力较强。**公司控股股东华发集团是珠海市国资委直属的综合性平台，平台层级及战略地位较高，综合实力雄厚，通过增加注册资本、提供借款和融资担保等给予公司大力支持。
- **土地储备较充足，且区域分布较合理。**跟踪期内，公司进一步采取城市聚焦策略，仅在苏州、成都等核心城市获取项目。截至 2025 年底，公司土地储备较充足，且一二线城市土地储备占比较大。
- **融资渠道畅通，债务结构合理。**截至 2025 年底，公司共获得银行授信 2994.96 亿元，尚未使用授信额度 2378.88 亿元，间接融资渠道畅通；截至 2025 年底，公司全部债务中，长期债务占 74.41%，且债务期限较为分散，集中偿付压力小。

## 关注

- **低能级城市地产项目去化压力大，存货面临一定减值风险。**2025 年，公司房地产销售金额主要由沪苏、珠海、广深区域高能级城市贡献，但截至 2025 年底公司在部分三线及以下城市仍有一定规模的土地储备。未来若房地产市场景气度不能企稳回升，相关项目将面临较大的去化和减值压力。
- **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营联营项目情况。**公司合作开发规模较大，少数股东权益占比高，截至 2025 年底，少数股东权益占所有者权益合计的比例为 91.36%，权益结构稳定性有待提高。公司对合营联营企业存在大额应收类款项，未来若合营联营项目开发运营情况不佳，将对公司资金回收带来一定负面影响。
- **销售规模持续收缩，盈利能力大幅下滑。**受房地产行业景气度低迷的影响，2025 年签约销售金额同比下降 25.50%至 785.58 亿元；结转项目利润空间收窄，加之大规模确认资产减值损失，公司利润总额亏损 74.70 亿元。

## 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	F4	现金流	资产质量	2
			盈利能力	5
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a <sup>-</sup>
外部支持调整因素：股东支持				+6
评级结果				AAA

**个体信用状况变动说明：**受 2025 年重大亏损、所有者权益下降等因素影响，公司指示评级由上次评级的 aa 变动为 a<sup>-</sup>。

**外部支持变动说明：**考虑到行业下行期股东对公司支持力度加大并将进一步对公司增资，公司外部支持由上次评级的上调 2 个子级调整为上调 6 个子级。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定。

**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

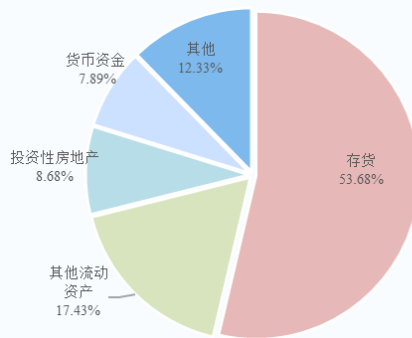
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	463.42	332.41	281.03	227.61
资产总额（亿元）	4516.99	4203.77	3558.42	3526.15
所有者权益（亿元）	1317.00	1250.06	1093.64	1083.54
短期债务（亿元）	252.69	239.72	368.50	399.01
长期债务（亿元）	1207.21	1198.62	1071.80	906.09
全部债务（亿元）	1459.89	1438.34	1440.31	1305.10
营业总收入（亿元）	721.45	600.85	834.26	40.38
利润总额（亿元）	58.73	19.65	-74.70	-9.56
EBITDA（亿元）	76.89	37.29	-49.38	/
经营性净现金流（亿元）	505.44	159.06	198.89	-33.51
营业利润率（%）	14.33	10.57	6.17	1.98
净资产收益率（%）	2.63	1.13	-8.91	--
资产负债率（%）	70.84	70.26	69.27	69.27
调整后资产负债率（%）	63.23	63.08	64.94	64.84
全部债务资本化比率（%）	52.57	53.50	56.84	54.64
流动比率（%）	194.76	199.42	207.70	202.05
经营现金流动负债比（%）	25.43	9.09	14.31	--
现金短期债务比（倍）	1.83	1.39	0.76	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	0.81	0.47	-0.69	/
全部债务/EBITDA（倍）	18.99	38.57	--	/

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1624.55	1743.66	1829.17	1845.74
所有者权益（亿元）	220.13	221.75	220.55	217.92
全部债务（亿元）	300.21	338.25	368.29	377.93
营业总收入（亿元）	18.82	14.20	16.47	0.10
利润总额（亿元）	5.07	9.91	5.20	-3.52
资产负债率（%）	86.45	87.28	87.94	88.19
全部债务资本化比率（%）	57.70	60.40	62.55	63.43
流动比率（%）	61.54	64.00	65.52	67.45
经营现金流动负债比（%）	5.61	-5.44	-0.87	--

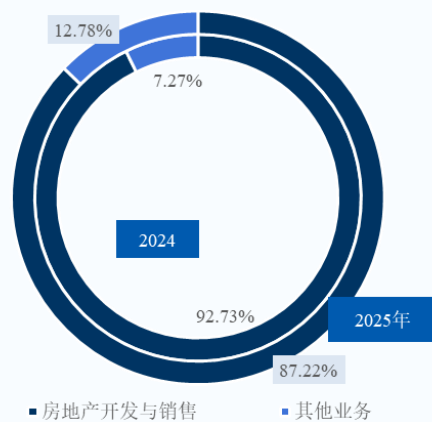
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告 2024 年财务数据采用 2025 年经审计财务报表期初数/上期数；3. 合并口径 2023—2025 年底其他流动负债、其他非流动负债中的有息部分已计入债务；4. 公司本部债务及 2026 年 3 月底合并口径债务数据未调整。

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

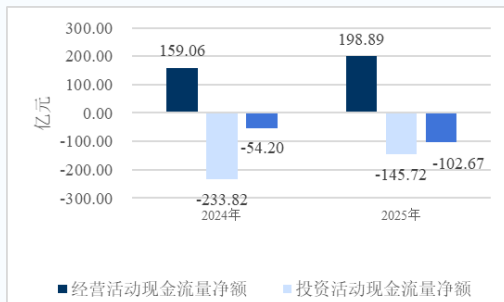
2025 年底公司资产构成



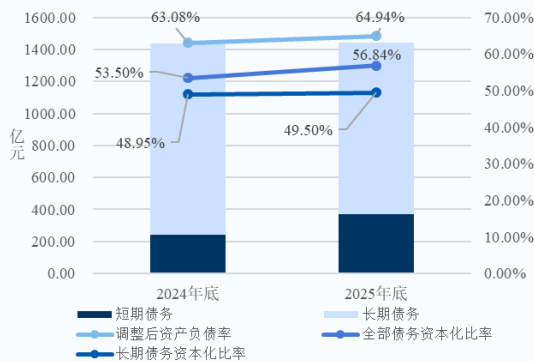
公司收入构成



2024—2025 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	2025/11/27	杨哲 朱一汀	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)	--
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: 孙长征 [suncze@lhratings.com](mailto:suncze@lhratings.com)



项目组成员: 李 上 [lishang@lhratings.com](mailto:lishang@lhratings.com)



公司邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址: [www.lhratings.com](http://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年底，公司总股本27.52亿元，控股股东为华发集团，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“珠海国资委”），具体见附件1-1；华发集团持有公司的股份未质押。

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，员工总数1.60万人，合并范围内子公司共755家。

截至2025年底，公司合并资产总额3558.42亿元，所有者权益1093.64亿元（含少数股东权益999.19亿元）；2025年，公司实现营业总收入834.26亿元，利润总额-74.70亿元。

截至2026年3月底，公司合并资产总额3526.15亿元，所有者权益1083.54亿元（含少数股东权益997.77亿元）；2026年1-3月，公司实现营业总收入40.38亿元，利润总额-9.56亿元。

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2026年4月底，“华发定转”尚未到首个付息日，转股价格未进行调整。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。截至2025年底，“华发定转”募集资金已按募集说明书指定用途使用9.64亿元。

图表1·截至2026年4月底“华发定转”概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	转股价格（元/股）	起息日	期限（年）
华发定转	48.00	48.00	7.06	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，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望2026年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将

延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察年报（2025年12月）》](#)。

## 五、行业分析

2025年以来，房地产开发经营行业销售端持续低迷，拖累全国固定资产投资增速转负，库存去化周期仍处于高位。房价继续下降，其中一线城市房价在下半年迎来加速下降。虽外部融资环境维持宽松，但房企融资改善效果有限，在此背景下，房企投资积极性不足，开发投资额继续收缩。目前行业仍处于充分竞争状态，随着行业的深度调整，地方国企替代民营企业成为拿地的主要力量。近年来受多重因素影响，TOP10房企的销售集中度持续走低，但新增货值占比已提升至较高水平，未来集中度有望实现“V型”反转。房地产开发经营行业营收规模及盈利水平仍处于下行通道，2025年上半年房企盈利依然承压。房企仍面临一定流动性管理压力，且债务杠杆仍处于较高水平，偿债表现趋弱，需关注销售回款及再融资与到期债务的匹配情况。房地产债券融资资源集中倾向于央国企背景房企，大部分非国有房企发债仍依赖外部增信担保。在目前低利率环境下，房企发债平均融资成本同比呈下降趋势，但未来1~2年仍面临较大到期偿付压力。此外，出险房企化债周期较为漫长，后续债务处置情况需持续关注。详见[《房地产开发经营行业2026年度信用风险展望》](#)。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

#### 1 产权状况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化。

#### 2 竞争实力

公司作为珠海市国资委下属国有控股房地产开发企业，具有丰富的开发经验和较高的品牌知名度，跟踪期内行业地位稳固；近年来公司主要聚焦核心城市获取项目，存量项目主要集中于一二线核心城市；公司融资渠道畅通，再融资能力较强，但与其他行业国有企业相比，融资成本偏高，对利润形成一定侵蚀。

公司具有房地产一级开发资质，自成立以来专注于房地产领域，具有丰富的房地产开发经验，在珠海地区市场占有率常年处于龙头地位，品牌知名度较高。2025年，公司全口径签约销售金额785.58亿元；在克而瑞研究中心发布的《2025年1—10月中国房地产企业销售TOP100排行榜》中，公司排名第9位。2025年，在房地产行业面临流动性紧张、项目推进受阻，部分企业交付延迟的情况下，公司交付住宅2.55万套，实现100%按时交付，在亿翰智库《2025中国房企超级交付力TOP50研究成果》中排名第六（较上年提升两个位次）。

公司在深耕珠海市场的基础上逐步向外拓展，近年来业务聚焦于粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江中下游区域，以经济带核心城市为依托，对周边城市进行渗透。公司拿地方式以招拍挂为主，旧改以及收并购为辅，合作开发规模较大，产品主要包括刚需及改善型住宅。截至2025年底，公司合并口径未售土地储备1216.75万平方米，土地储备较充足。公司土地储备中一二线城市土地储备占比83.64%，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、无锡等面临一定去化及减值压力。

公司作为珠海市国资委下属国有控股房地产开发企业、华发集团旗下主要房地产开发平台，融资渠道畅通。2021年以来公司综合融资成本持续下降，2025年降低至4.88%，但与其他行业国有企业相比，公司融资成本偏高，利息支出对利润的侵蚀较大。

#### 3 信用记录

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2026年4月8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 2026 年 5 月 14 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

2025 年，公司修订公司章程，取消监事会并将相关职权转由审计委员会行使、减少董事人数，其他主要管理制度连续，管理运作正常。因董事会换届、董事人数减少等原因，公司董事、高级管理人员发生正常变动。

2025 年，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），并将董事人数由 14 名变更为 9 名，其他主要管理制度延续。2025 年，因董事会换届、组织调动和人员退休等原因，公司原董事李光宁（兼董事局主席）、陈茵（兼总裁）、汤建军、谢伟、俞卫国（兼常务执行副总裁）、郭瑾、许继莉、张延（兼执行副总裁），原独立董事张学兵、丁煌、高子程、谢刚，原高级管理人员张弛、张巍、侯贵明、罗彬离任；刘颖喆、向宇、李伟杰、颜俊、夏文杰当选为公司新任董事，秦昕、周涛当选为公司新任执行董事；郭凌勇出任公司董事长，向宇出任公司总裁。

郭凌勇先生，1973 年出生，大学学历。曾任珠海华发集团有限公司总经理助理、副总经理，珠海十字门中央商务区建设控股有限公司常务副总经理、总经理、董事长，公司董事局副主席、执行副总裁等职务，2025 年 5 月 30 日起任公司董事长。

向宇先生，1971 年出生，博士研究生学历。曾任武汉中央商务区城建开发有限公司董事长，公司副总裁、华东区域董事长兼华中区域董事长，华夏幸福基业股份有限公司高级副总裁兼南方总部江南区域总经理等职务，2025 年 7 月 9 日起任公司董事，2026 年 1 月 1 日起任公司董事、总裁。

## （三）经营方面

### 1 业务经营分析

2025 年，公司房地产业务结转规模扩大，带动营业总收入同步增长。但相关项目利润空间的收窄，致使综合毛利率同比下降。

2025 年，房地产开发与销售收入仍是公司主要收入来源，因部分前期签约销售的项目集中确认收入，2025 年公司房地产开发与销售收入同比大幅增长 30.59%至 727.64 亿元。公司其他业务收入主要来自与房产开发相关的物业服务、工程管理、房屋租赁等，2025 年，公司为盘活资产而将部分位于珠海、深圳的土地储备交由所在地政府部门回收收购，将所形成收入计入其他收入，以致其他收入同比增幅显著。

从毛利率看，由于当期所结转项目利润空间较小，2025 年公司房地产业务毛利率同比有所下降；由于土地收储业务中政府收储价格低于公司获取成本，其他业务出现收入与成本倒挂。受上述因素影响，2025 年，公司综合毛利率同比下降 5.56 个百分点至 8.75%。

图表 2 • 2023—2025 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 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	683.50	94.74%	17.98%	557.19	92.73%	14.31%	727.64	87.22%	10.05%
其他业务	37.95	5.26%	20.88%	43.66	7.27%	14.23%	106.62	12.78%	-0.13%
合计	721.45	100.00%	18.14%	600.85	100.00%	14.30%	834.26	100.00%	8.75%

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，公司降低拿地强度并进一步聚焦核心高能级城市，土地储备较充足，区域分布总体较好，但仍需关注部分低能级三四线城市项目的去化进度。

在房地产市场景气度下行的情况下，近年来公司在土地储备端采取“城市聚焦”策略，加大对上海、广州、深圳、北京、杭州、

成都等高能级城市优质土地的投资布局。2025年，在房地产市场未见好转的情况下，公司继续控制拿地规模，全口径获取4个项目（其中成都2个，杭州、武汉各1个），拿地面积较上年接近；由于当期未在一线城市拿地且土地市场价格走低，土地出让金额、项目楼面均价同比明显下降。公司主要采取合作开发模式，合作方以国企和央企为主，一定程度上降低了合作方风险，但在行业下行期，仍需关注项目开发进程和销售去化风险。

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）
2023年	287.86	308.91	1.08
2024年	33.76	94.11	2.79
2025年	33.03	62.13	1.88

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2025年底，公司合并口径未售土地储备<sup>1</sup>约1216.75万平方米，土地储备较充足；公司土地储备中，一二线城市<sup>2</sup>土地储备占比约83.64%，前十大城市土地储备面积占比约75.39%，其中珠海、上海、深圳和武汉分别占23.24%、5.32%、7.32%和10.11%。在当前房地产市场环境下，其余三线及以下城市面临的去化压力相对较大。

## （2）项目开发建设

**2025年，公司控制新项目开工并推动在建项目建设和交付，期末在建面积大幅下降，在建项目资金支出压力有所减轻。**

项目建设方面，2025年，在房地产行业景气度仍未恢复的情况下，公司控制新项目开工，新开工面积同比大幅下降。公司积极执行“保交楼”等政策，推动上海半岛华庭、苏州润鸿四季和杭州华发城曜云府等15个项目竣工，竣工项目总建筑面积合计243.29万平方米。截至2025年底，公司在建面积较上年下降31.84%至569.55万平方米。

图表4·公司房地产项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2023年	2024年	2025年
新开工面积	204.75	94.59	25.90
期末在建建筑面积	1189.08	835.63	569.55

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

跟踪期内，房地产市场景气度依然低迷，公司签约销售面积和销售金额均有所下降，销售业绩主要由高能级城市贡献，与公司城市聚焦战略相匹配。但如果低能级城市去化效率低下因素无法有效改善，而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，2025年，由于房地产市场景气度仍然低迷，公司全口径签约销售面积、销售均价和签约销售金额较上年均有所下降，签约销售额仍位居行业前列。

图表5·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	2023年	2024年	2025年
签约销售面积	399.38	369.61	299.82
签约销售金额	1259.88	1054.44	785.58
签约销售均价	3.15	2.85	2.62

注：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  
 资料来源：公司提供

2025年，公司将市场划分为珠海、广深、沪苏、西部、北方、华中、浙闽七大片区，其中沪苏、广深和珠海片区贡献了销售收入的80.38%；前五大城市（珠海、上海、广州、南京和成都）贡献销售收入的75.36%。公司签约销售额主要来源于人口净流入、人口密度和经济密度较高的区域，与公司高能级城市聚焦战略相匹配。

<sup>1</sup>（项目总建筑面积-累计销售面积）\*权益比例

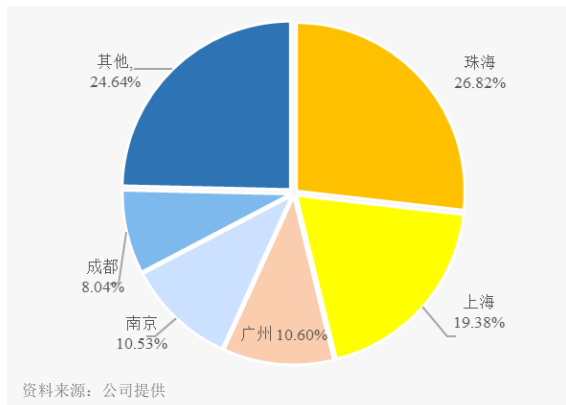
<sup>2</sup> 一线城市包括北京、上海、广州和深圳；二线城市包括大连、长沙、青岛、沈阳、烟台、郑州、天津、西安、杭州、南京、绍兴、苏州、无锡、武汉、徐州、义乌、成都、佛山、惠州、昆明、南宁、重庆和珠海；三线及以下城市包括包头、威海、常熟、鄂州、太仓、江门、汕尾、湛江和中山

图表 6 • 2025 年公司销售区域分布

区域	销售金额 (亿元)	占比
沪苏	303.83	38.68%
珠海	210.65	26.82%
广深	116.92	14.88%
西部	94.17	11.99%
北方	32.79	4.17%
华中	16.88	2.15%
浙闽	10.32	1.31%
<b>总计</b>	<b>785.56</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

图表 7 • 2025 年销售金额占比前 5 大城市



资料来源：公司提供

截至 2025 年底，公司在售项目中，西部和华中区域去化率相对较低，待售面积占有一定比例，面临的一定的去化压力。

图表 8 • 截至 2025 年底在售项目区域分布情况

区域	可供出售面积 (万平方米)	已售 (含已预售) 面积 (万平方米)	待销售面积 (万平方米)
北方	34.50	22.36	12.14
广深	41.12	24.42	16.71
沪苏	70.35	43.05	27.31
华中	41.49	17.49	24.00
西部	61.89	32.95	28.94
浙闽	6.37	4.19	2.19
珠海	37.54	29.11	8.43
<b>总计</b>	<b>293.26</b>	<b>173.56</b>	<b>119.70</b>

### 3 未来发展

公司计划持续聚焦高能级城市核心区域投资并加强产品创新，同时在巩固提升地产业务的基础上发展与之相关的商业运营和物业服务业务。公司发展战略的实施有利于提高自身综合竞争力并实现可持续发展。

未来，公司计划在地产开发中加快转向以产品力、服务力和运营力为核心的内涵式、高质量发展模式，聚焦核心城市核心区域，通过优化投拓模式、重塑营销体系、加强产品创新等举措提升竞争力，实现有质量、可持续发展。区域拓展上，公司计划扎根珠海，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，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。

在巩固提升地产开发板块的基础上，公司计划加快发展商业运营板块、做大做强物业服务板块，形成新的利润增长点，构建“地产+商业+物业”协同发展的格局。

#### (四) 财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报告进行审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2025 年，公司通过同一控制下企业合并方式取得珠海九洲现代服务有限公司 100.00% 股权，在编制合并财务报告时对上年比较数据进行重述，本报告 2024 年财务数据采用 2025 年经审计财务报表期初数/上期数。2025 年，公司新纳入合并范围的子公司 41 户、不再纳入合并范围的子公司 77 户，新纳入和不再纳入合并范围的子公司规模不大且主要为项目子公司，公司财务数据可比性较强。

## 1 资产质量

截至 2025 年底，主要因已售项目结转，公司资产规模有所下降；公司资产以流动资产为主，房地产主营业务形成的开发成本、开发商品以及与合作开发相关的往来款占比较大。公司存货面临一定的减值压力；合作开发项目主要与央/国企共同开展，但仍需关注对合作方和相关合营联营企业往来款的回收风险。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 3558.42 亿元，较上年底下降 15.35%，主要系以存货为主的流动资产减少所致。其中，流动资产占 81.14%，非流动资产占 18.86%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

图表 9 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>3871.06</b>	<b>85.70</b>	<b>3491.12</b>	<b>83.05</b>	<b>2887.21</b>	<b>81.14</b>	<b>2859.37</b>	<b>81.09</b>
货币资金	463.20	10.25	332.20	7.90	280.75	7.89	227.37	6.45
存货	2750.32	60.89	2479.51	58.98	1910.07	53.68	1937.60	54.95
其他流动资产	610.62	13.52	618.44	14.71	620.23	17.43	621.26	17.62
<b>非流动资产</b>	<b>645.93</b>	<b>14.30</b>	<b>712.65</b>	<b>16.95</b>	<b>671.21</b>	<b>18.86</b>	<b>666.78</b>	<b>18.91</b>
长期股权投资	252.46	5.59	280.25	6.67	215.79	6.06	213.98	6.07
投资性房地产	276.11	6.11	298.51	7.10	308.73	8.68	307.39	8.72
<b>资产总额</b>	<b>4516.99</b>	<b>100.00</b>	<b>4203.77</b>	<b>100.00</b>	<b>3558.42</b>	<b>100.00</b>	<b>3526.15</b>	<b>100.00</b>

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

流动资产方面，截至 2025 年底，公司货币资金较上年底下降 15.49%，主要系公司落实“保交楼”政策，积极推动在建项目建设所致；货币资金中有 4.49 亿元受限资金，主要为各类保证金。截至 2025 年底，公司存货较上年底下降 22.97%，主要系以往年度部分签约销售项目集中结转成本所致；存货主要由开发成本（1222.16 亿元）和开发产品（685.47 亿元）构成，累计计提跌价准备/合同履约成本减值准备 59.72 亿元，计提比例为 3.03%；2025 年公司确认存货跌价损失 57.30 亿元，主要针对武汉、无锡、鄂州等城市的地产项目，目前房地产市场景气度仍未回升，公司仍面临一定的存货减值压力。截至 2025 年底，公司其他流动资产规模和构成较上年底变化不大，主要由合作方经营往来款（361.38 亿元）、合营联营企业往来款（129.56 亿元）和预交税费（116.52 亿元）构成；近年来公司主要选择具有较强抗风险能力的国企/央企地产企业进行合作开发，但仍应关注对合作方和相关合营联营企业往来款的回收风险。

非流动资产方面，截至 2025 年底，公司长期股权投资较上年底下降 23.00%，主要系随着部分合作开发项目完成并清盘，公司对相关合营企业、联营企业的投资减少所致。截至 2025 年底，公司投资性房地产较上年底增长 3.42%，主要系公司将部分开发产品转为投资性房地产所致；公司投资性房地产按公允价值计量，2025 年公允价值变动为-11.35 亿元；2025 年，公司不动产出租获得租金 8.78 亿元，约相当于年末投资性房地产账面价值的 2.85%。

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额较上年底略有下降，资产构成较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司受限资产账面价值合计 821.73 亿元，占资产总额的 23.09%，资产受限程度一般。

图表 10 • 截至 2025 年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	4.49	1.60%	主要为各类保证金
存货	561.40	29.39%	借款设定抵押
固定资产	14.84	19.25%	借款设定抵押
投资性房地产	235.98	76.44%	借款设定质押
在建工程	5.02	83.84%	借款设定抵押
<b>合计</b>	<b>821.73</b>	<b>23.09%</b>	--

注：尾数差异系四舍五入导致

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

## 2 资本结构

### (1) 所有者权益

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

截至 2025 年底，公司所有者权益 1093.64 亿元，较上年底下降 12.51%，主要系当期发生亏损，未分配利润和少数股东权益减少所致。截至 2025 年底，公司未分配利润较上年底减少 98.89 亿元（其中因利润分配减少 3.40 亿元），少数股东权益较上年底减少 53.25 亿元（其中因利润分配减少 2.38 亿元）。截至 2025 年底，公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 2.52%、1.04%、1.20%和 4.06%，少数股东权益占 91.36%，所有者权益结构稳定性有待提高。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益较上年底略有下降，构成较上年底变化不大。

### (2) 负债

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底明显下降，债务规模较上年底变化小；债务期限结构以长期为主，集中偿付压力不大，融资渠道多元，融资成本有所下降。

截至 2025 年底，公司负债总额 2464.78 亿元，较上年底下降 16.55%，主要系合同负债等流动负债减少所致。其中，流动负债占 56.40%，非流动负债占 43.60%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

图表 11 · 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>1987.64</b>	<b>62.11</b>	<b>1750.66</b>	<b>59.27</b>	<b>1390.08</b>	<b>56.40</b>	<b>1415.18</b>	<b>57.94</b>
应付账款	412.50	12.89	291.05	9.85	257.70	10.46	235.26	9.63
其他应付款（合计）	282.13	8.82	317.09	10.74	278.91	11.32	274.80	11.25
一年内到期的非流动负债	248.05	7.75	200.42	6.79	240.35	9.75	294.54	12.06
合同负债	930.18	29.07	812.72	27.52	434.44	17.63	440.13	18.02
<b>非流动负债</b>	<b>1212.36</b>	<b>37.89</b>	<b>1203.05</b>	<b>40.73</b>	<b>1074.71</b>	<b>43.60</b>	<b>1027.43</b>	<b>42.06</b>
长期借款	820.13	25.63	793.82	26.88	631.32	25.61	617.42	25.28
应付债券	214.64	6.71	224.86	7.61	270.00	10.95	278.21	11.39
其他非流动负债	164.01	5.13	170.38	5.77	160.13	6.50	118.97	4.87
<b>负债总额</b>	<b>3200.00</b>	<b>100.00</b>	<b>2953.71</b>	<b>100.00</b>	<b>2464.78</b>	<b>100.00</b>	<b>2442.61</b>	<b>100.00</b>

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

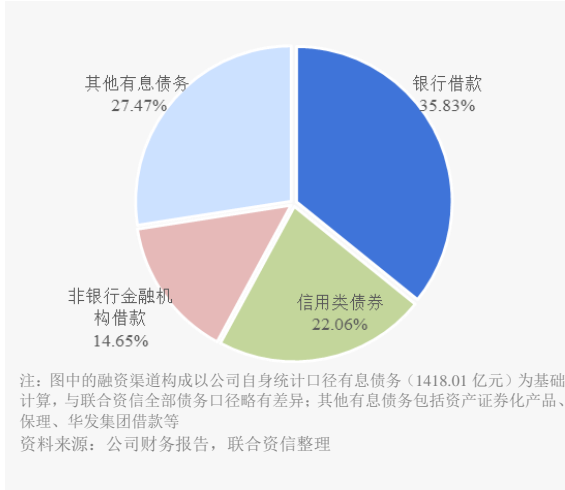
截至 2025 年底，公司应付账款较上年底下降 11.46%，主要系应付工程款减少所致；应付账款账龄以 1 年以内为主（占 90.95%）。其他应付款（合计）较上年底下降 12.04%，主要系往来及拆借款减少所致；其他应付款主要由往来及拆借款（196.50 亿元）、土地增值税准备金（30.52 亿元）、押金及保证金（13.93 亿元）和应付减资款（26.49 亿元）构成。截至 2025 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 19.92%，主要由一年内到期的长期借款（196.41 亿元）和一年内到期的应付债券（28.69 亿元）构成。截至 2025 年底，公司合同负债较上年底下降 46.54%，主要系部分前期销售的项目于当期集中结转收入，预收售房款减少所致。截至 2025 年底，公司长期借款较上年底下降 20.47%，长期借款（含一年内到期部分）主要由抵押借款（占 35.96%）、保证借款（占 49.76%）和信用借款（占 11.73%）构成。截至 2025 年底，公司应付债券较上年底增长 20.07%，主要系发行 6 年期定向可转换公司债券所致。截至 2025 年底，公司其他非流动负债较上年底下降 6.02%，其他非流动负债（含 1 年内到期部分）主要由租赁住房资产支持专项计划（占 38.71%）和资产支持专项计划（占 54.02%）构成，联合资信已将其计入长期债务。

债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务<sup>3</sup>1440.31 亿元，较上年底基本持平，全部债务以长期债务（占 74.41%）为主。截至 2025 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.94%、56.84%和 49.50%，较上年底分别上升 1.86 个百分点、3.34 个百分点和 0.55 个百分点，主要系所有者权益下降所致。

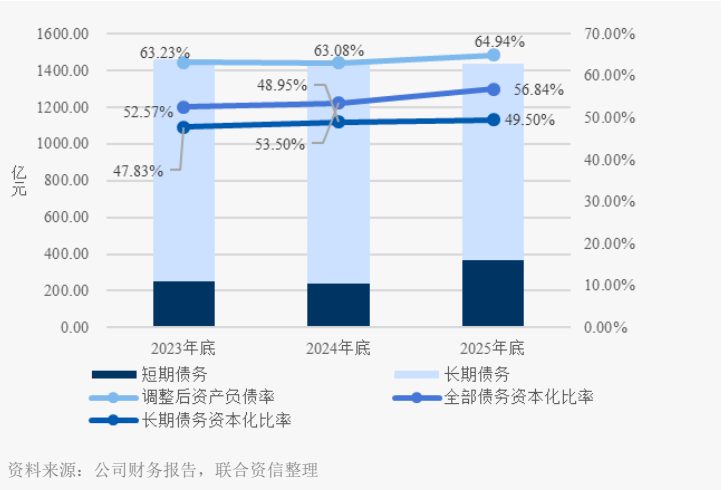
<sup>3</sup> 与公司自身统计的全部债务相比，联合资信统计的全部债务包含了租赁负债、应付票据、未到期应付利息等，因而与公司自身统计口径略有差异

债务来源方面，截至 2025 年底，以公司统计口径有息债务为基础，银行借款占 35.83%，非银行金融机构借款、信用类债券和其他有息债务分别占 14.65%、22.06%和 27.47%。2025 年公司平均融资成本为 4.88%，融资成本在国企中相对偏高，但较 2024 年平均融资成本（5.22%）有所下降，主要受此影响，公司 2025 年利息支出（含资本化利息）同比下降 9.51%。

图表 12 • 截至 2025 年底公司债务构成



图表 13 • 公司杠杆情况（亿元）



从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主，集中偿付压力不大。

图表 14 • 截至 2025 年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
到期金额（亿元）	357.00	316.75	217.07	144.61	51.33	331.25	1418.01
占比	25.18%	22.34%	15.31%	10.20%	3.62%	23.36%	100.00%

注：上表中债务为公司自身统计口径数据，与联合资信债务口径略有差异  
资料来源：公司提供

截至 2026 年 3 月底，公司负债规模和构成较上年底变化不大。

### 3 盈利能力

2025 年，公司营业总收入因结转项目增加而有所增长，但因结转项目利润空间收窄及计提资产减值损失等因素，公司利润总额亏损，主要盈利指标大幅下降。公司主营业务表现出一定韧性，但需持续关注房地产市场景气度变化对公司经营业绩的影响。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业总收入	721.45	600.85	834.26
营业成本	590.61	514.90	761.29
期间费用	42.30	37.61	46.16
其中：销售费用	23.83	18.13	16.84
管理费用	14.85	13.58	12.21
财务费用	2.74	5.12	16.43
资产减值损失	-15.95	-18.40	-57.30
公允价值变动收益	9.92	3.54	-11.39
投资收益	2.81	9.68	-4.26
利润总额	58.73	19.65	-74.70
归属于母公司股东的净利润	18.38	9.54	-94.96

营业利润率 (%)	14.33	10.57	6.17
总资本收益率 (%)	1.72	1.00	-3.04
净资产收益率 (%)	2.63	1.13	-8.91

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2025年，公司营业总收入同比增长38.85%，由于毛利率同比下降，经调整的营业利润<sup>4</sup>由上年的25.92亿元下降至5.36亿元，主营业务表现出一定韧性。受确认资产减值损失、公允价值变动损失以及可资本化项目减少等因素影响，公司利润总额由上年的19.65亿元转为亏损74.70亿元。2025年，公司净利润为-97.45亿元，归属于母公司股东的净利润为-94.96亿元。

期间费用方面，2025年，由于在建面积减少导致可资本化的项目减少，公司财务费用同比增长2.21倍，带动费用总额同比增长22.71%；公司销售费用、管理费用同比均有所下降。

2025年，公司投资收益由上年的9.68亿元转为净损失4.26亿元，投资损失主要来自权益法核算的长期股权投资收益；同期，公司确认资产减值损失57.30亿元，主要系计提存货跌价准备所致；确认公允价值变动损失11.39亿元，主要系投资性房地产公允价值变动所致。

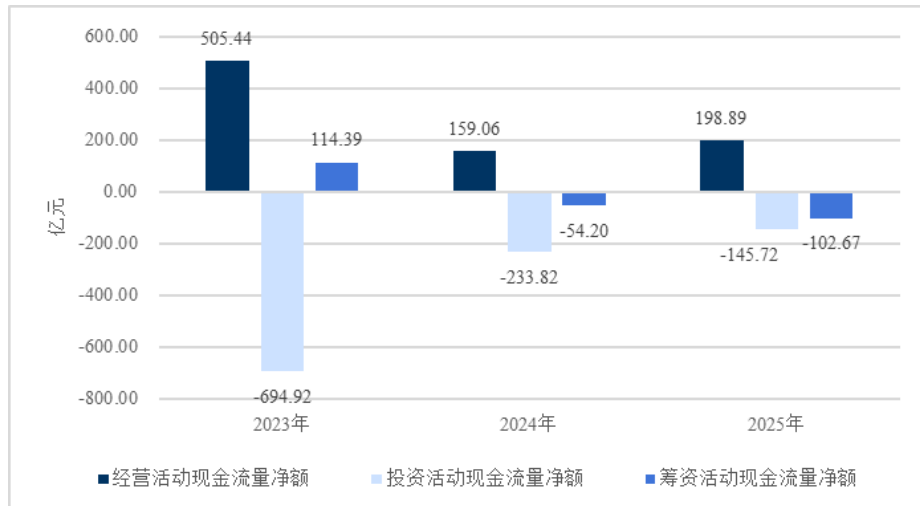
2025年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均明显下降，总资本收益率和净资产收益率降至负值。

#### 4 现金流

2025年，公司经营活动现金净流入规模同比增长并充分覆盖投资活动净支出；筹资活动现金净流出，其中分配股利、利润或偿付利息的支出占比较大。

经营活动方面，2025年，公司地产项目签约销售及回款额同比有所下降，但公司控制新项目开工，经营活动现金流出量同步下降，经营活动现金保持净流入，加之公司通过用地收储、调规变性的方式盘活资产并回笼资金57亿元，经营活动现金净流入额同比增长25.04%至198.89亿元。投资活动方面，2025年，公司土地投拓力度下降，投资活动现金净流出额同比下降37.68%。2025年，公司筹资活动前现金由上年的净流出74.75亿元转为净流入53.16亿元，经营活动现金充分覆盖投资净支出。筹资活动方面，2025年，公司筹资活动现金净流出102.67亿元，其中，偿还债务净支出现金<sup>5</sup>34.09亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为72.87亿元。

图表 16 · 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

跟踪期内，公司短期偿债指标表现良好，长期偿债指标表现偏弱；需关注合作项目带来的或有风险；融资渠道通畅。

<sup>4</sup> 经调整的营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用

<sup>5</sup> 偿还债务净支出现金=偿还债务支付的现金-取得借款收到的现金

图表 17 · 公司偿债指标

项目	指标	2023 年末/2023 年	2024 年末/2024 年	2025 年末/2025 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	194.76	199.42	207.70
	速动比率 (%)	56.39	57.79	70.29
	经营现金/流动负债 (%)	25.43	9.09	14.31
	经营现金/短期债务 (倍)	2.00	0.66	0.54
	现金短期债务比 (倍)	1.83	1.39	0.76
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	76.89	37.29	-49.38
	全部债务/EBITDA (倍)	18.99	38.57	-29.17
	经营现金/全部债务 (倍)	0.35	0.11	0.14
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.81	0.47	-0.69
	经营现金/利息支出 (倍)	5.35	2.00	2.77

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 2025 年底，主要由于流动负债减少，公司流动比率、速动比率和经营现金/流动负债指标较上年底均有所提高；由于短期债务规模有所扩大，经营现金/短期债务和现金短期债务比有所下降。公司短期偿债指标整体表现好。

长期偿债指标方面，2025 年，公司经营活动现金净流入规模扩大，对全部债务和利息支出的保障程度有所提高，但 EBITDA 同比转负，当期 EBITDA 无法对全部债务和利息支出形成保障。公司长期偿债指标较上年有所下降。

对外担保方面，截至 2025 年底，除对购房者提供的担保外，公司对外担保合计 65.18 亿元（占同期所有者权益的 5.96%），均为对合营联营企业的担保，需关注合作项目带来的或有风险。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，公司无作为被告的重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2025 年底，公司共获得银行授信 2994.96 亿元，尚未使用授信额度 2378.88 亿元，间接融资渠道畅通。

## 6 公司本部主要变化情况

公司本部资产以对子公司的股权投资和往来款为主；债务负担基本可控，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高；投资收益的实现质量较高。

截至 2025 年底，公司本部资产总额较上年底增长 4.90%至 1829.17 亿元，主要由其他应收款（占 40.64%，主要为应收子公司往来款）和长期股权投资（占 51.70%，主要为持有的子公司股权）构成。截至 2025 年底，本部全部债务较上年底增长 8.88%至 368.29 亿元，仍以长期债务（占 83.57%）为主，全部债务资本化比率为 62.55%；公司本部短期债务 60.53 亿元，现金类资产 41.60 亿元。

2025 年，公司本部实现营业总收入 16.47 亿元，利润总额 5.20 亿元；经营活动现金流量净额为-11.24 亿元，投资活动现金流量净额为 9.26 亿元，筹资活动现金流量净额为 9.86 亿元。作为控股平台，2025 年，公司本部实现投资收益 6.57 亿元，取得投资收益收到的现金 7.03 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，公司 ESG 表现较好。

环境方面，房地产企业在项目建设中需要消耗一定能源，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。2025 年，公司新增绿色建筑面积 544 万平方米，每亿元营收新增绿色建筑面积 0.65 万平方米；截至 2025 年底，公司符合绿色建筑标准的项目共 37 个。公司制定《绿色信贷操作指引》等制度，通过银企战略合作、绿色债券发行等多元化融资方式，实现绿色金融与实体产业的融合，截至 2025 年底，公司绿色融资余额 154.53 亿元，其中绿色中票发行金额为 4.50 亿元。

社会责任方面，公司为 2025 年度纳税信用 A 级纳税人，解决就业 1.60 万人，劳动合同签订率、员工社会保险覆盖率均为 100%。公司注重员工安全及公平雇佣，女性员工占比 39.30%，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，上下游合同履行能力良好。公司积极响应政府政策，2025 年对外捐赠总金额 1714.1 万元。

公司已设立由董事长担任负责人的 ESG 工作领导小组，组建多部门协同配合的 ESG 工作小组，负责定期编发社会责任报告或 ESG 报告，ESG 信息披露质量较高，ESG 风险管理体系较完善；2025 年 4 月，在万得信息技术股份有限公司进行的 ESG 评级中，公司获得“A”级评价。

## 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。截至 2025 年底，华发集团资产总额 7504.02 亿元，所有者权益合计 1862.79 亿元。华发集团资本规模大，有利于其在融资、增信等方面给予公司支持。

### 2 支持可能性

**近年来，华发集团通过增加注册资本、提供借款和融资担保等对公司提供实质性支持，且在行业下行周期中支持力度有所增强。**

增资方面，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对公司之子公司珠海市海川地产有限公司按股权比例进行货币增资。2023 年，公司向特定对象发行股票 6.35 亿股，募集资金 51.24 亿元，其中华发集团认购 1.81 亿股，出资 14.60 亿元。此外，2026 年 2 月 3 日，公司董事会审议通过向特定对象发行 A 股股票方案，拟向华发集团发行股票募集资金不超过 30.00 亿元；2026 年 2 月 12 日，华发集团向公司转发珠海市国资委《关于珠海华发集团有限公司出资不超过 30 亿元认购珠海华发实业股份有限公司锁价定增方案的意见》（珠国资〔2026〕28 号），珠海市国资委原则同意华发集团在豁免要约收购的前提下，认购华发股份本次向特定对象发行的股份，认购资金总额不超过 30 亿元人民币。

流动性支持方面，截至 2025 年底，公司向华发集团及其子公司拆入资金余额为人民币 134.69 亿元、美元 3.18 亿元；华发集团下属的财务公司给予公司授信额度共约 260 亿元，公司已使用额度为 39.23 亿元，剩余额度较为充裕。

增信支持方面，华发集团及其子公司珠海华发综合发展有限公司对公司及下属子公司各类融资业务提供连带责任保证担保，担保的主债权本金不超过人民币 350 亿元。

## 八、债券偿还能力分析

**公司经营活动所获现金对“华发定转”保障程度较高，考虑到未来可能的转股因素，公司实际偿债压力有望进一步减轻，基于公司当前的流动性储备、外部支持安排及债务期限结构，“华发定转”的违约风险非常低。**

截至 2026 年 4 月底，“华发定转”余额为 48.00 亿元，将于 2031 年到期。2025 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分别为“华发定转”余额的 10.67 倍和 4.14 倍，对“华发定转”保障程度较高。但需关注到，2025 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 375.24 亿元，较 2024 年的 499.78 亿元下降 24.92%。若剔除当期土地收储等非经常性经营活动现金流入，公司主营业务产生的现金流对本期债券的实际保障倍数将低于上述测算值。未来若房地产销售持续低迷，经营活动现金流对债券的保障能力可能进一步弱化。2025 年公司利润总额大幅亏损，公司自身造血能力承压。公司整体偿债更依赖于公司整体流动性管理能力及外部融资渠道的畅通性。截至 2025 年底，公司未使用银行授信额度 2378.88 亿元，控股股东华发集团提供的担保额度及拆借资金也为本期债券的最终偿付提供了必要的流动性支持。

本期债券的最终偿付方式取决于持有人的转股意愿。若公司股价持续低于转股价格，投资者转股意愿可能较低，公司面临到期还本付息的实质压力。截至 2026 年 5 月 7 日，公司股价（3.56 元）低于转股价（7.06 元），未来股价走势及转股可能性需持续关

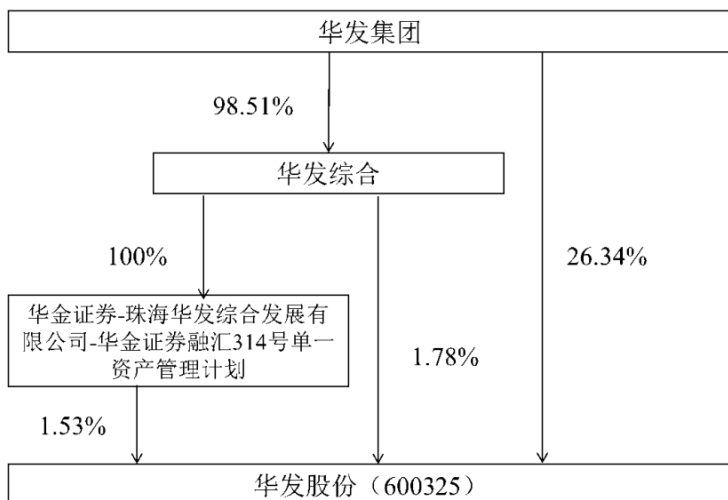
注。考虑到未来可能的转股因素，公司相关指标对待偿还债券的保障能力或将提升。

## 九、跟踪评级结论

---

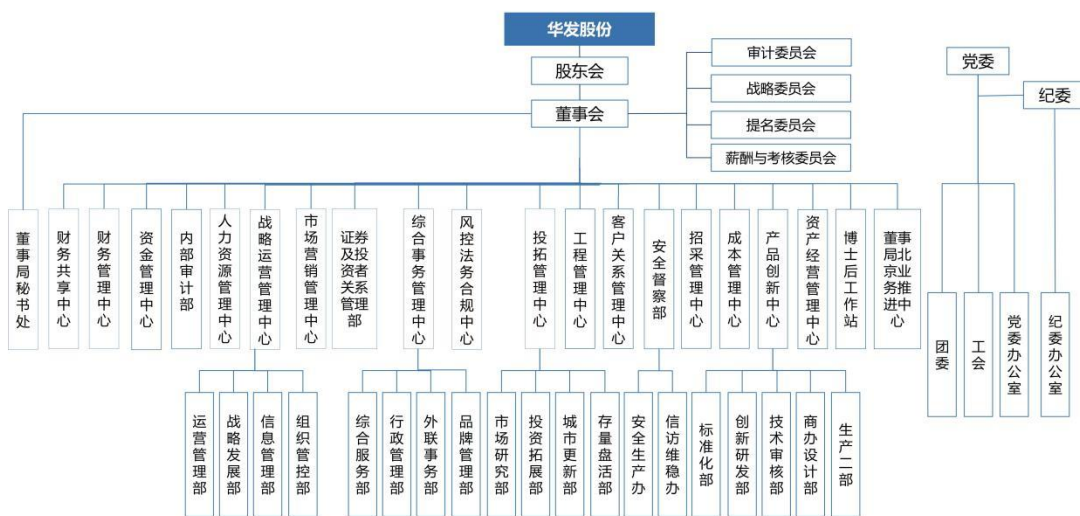
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“华发定转”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 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：公司提供

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 公司部分主要子公司情况（截至 2025 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	55500.00	咨询与服务	90.09%	9.91%	设立
珠海华铸供应链有限公司	210000.00	咨询与服务	0.00%	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	100903.61	房地产开发	50.20%	0.00%	同一控制下企业合并
珠海华郡房产开发有限公司	200020.00	房地产开发	100.00%	0.00%	非同一控制下企业合并
上海铎发创盛置业有限公司	60000.00	房地产开发	100.00%	0.00%	设立
绍兴铎泽置业有限公司	50000.00	房地产开发	0.00%	100.00%	设立
徐州铎发置业有限公司	70000.00	房地产开发	0.00%	19.43%	设立
沈阳华纳置业有限公司	190990.00	房地产开发	100.00%	0.00%	设立
大连华藤房地产开发有限公司	30000.00	房地产开发	80.00%	20.00%	非同一控制下企业合并
威海华发房地产开发有限公司	175800.00	房地产开发	88.40%	11.60%	设立
珠海华发商业经营管理有限公司	50000.00	商业运营管理	100.00%	0.00%	设立
珠海华发建筑设计咨询有限公司	30000.00	建筑设计	99.80%	0.20%	设立
广东华发中新科技投资控股有限公司	10000.00	投资管理	65.00%	0.00%	设立
珠海华绮投资有限公司	10000.00	投资与资产管理	100.00%	0.00%	非同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据公司年报整理

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	463.42	332.41	281.03	227.61
应收账款（亿元）	12.48	15.84	23.40	24.95
其他应收款（合计）（亿元）	17.67	17.00	37.34	40.52
存货（亿元）	2750.32	2479.51	1910.07	1937.60
长期股权投资（亿元）	252.46	280.25	215.79	213.98
固定资产（亿元）	50.63	52.34	77.09	76.31
在建工程（亿元）	0.37	0.77	5.99	6.18
资产总额（亿元）	4516.99	4203.77	3558.42	3526.15
实收资本（亿元）	27.52	27.52	27.52	27.52
少数股东权益（亿元）	1095.23	1052.44	999.19	997.77
所有者权益（亿元）	1317.00	1250.06	1093.64	1083.54
短期债务（亿元）	252.69	239.72	368.50	399.01
长期债务（亿元）	1207.21	1198.62	1071.80	906.09
全部债务（亿元）	1459.89	1438.34	1440.31	1305.10
营业总收入（亿元）	721.45	600.85	834.26	40.38
营业成本（亿元）	590.61	514.90	761.29	38.86
其他收益（亿元）	0.73	0.36	0.29	0.05
利润总额（亿元）	58.73	19.65	-74.70	-9.56
EBITDA（亿元）	76.89	37.29	-49.38	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	846.89	499.78	375.24	41.73
经营活动现金流入小计（亿元）	911.80	580.44	512.26	58.69
经营活动现金流量净额（亿元）	505.44	159.06	198.89	-33.51
投资活动现金流量净额（亿元）	-694.92	-233.82	-145.72	-11.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	114.39	-54.20	-102.67	-9.57
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	58.11	42.43	42.48	--
存货周转次数（次）	0.23	0.20	0.35	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.14	0.21	--
现金收入比（%）	117.39	83.18	44.98	103.34
营业利润率（%）	14.33	10.57	6.17	1.98
总资本收益率（%）	1.72	1.00	-3.04	--
净资产收益率（%）	2.63	1.13	-8.91	--
长期债务资本化比率（%）	47.83	48.95	49.50	45.54
全部债务资本化比率（%）	52.57	53.50	56.84	54.64
资产负债率（%）	70.84	70.26	69.27	69.27
调整后资产负债率（%）	63.23	63.08	64.94	64.84
流动比率（%）	194.76	199.42	207.70	202.05
速动比率（%）	56.39	57.79	70.29	65.13
经营现金流动负债比（%）	25.43	9.09	14.31	--
现金短期债务比（倍）	1.83	1.39	0.76	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	0.81	0.47	-0.69	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.99	38.57	--	--

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. 本报告 2024 年合并口径财务数据采用 2025 年经审计财务报表期初数/上期数；3. 2023—2025 年底其他流动负债、其他非流动负债中的有息部分已计入债务；4. 合并口径 2023—2025 年底其他流动负债、其他非流动负债中的有息部分已计入债务，2026 年 3 月底债务数据未调整

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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	75.54	33.73	41.60	12.80
应收账款（亿元）	7.89	13.23	17.76	17.32
其他应收款（合计）（亿元）	578.91	688.12	743.35	791.01
存货（亿元）	9.41	8.79	5.33	5.33
长期股权投资（亿元）	895.27	935.77	945.72	944.24
固定资产（亿元）	0.84	1.39	1.32	1.30
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1624.55	1743.66	1829.17	1845.74
实收资本（亿元）	27.52	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）	220.13	221.75	220.55	217.92
短期债务（亿元）	56.30	46.05	60.53	52.08
长期债务（亿元）	243.91	292.21	307.77	325.85
全部债务（亿元）	300.21	338.25	368.29	377.93
营业总收入（亿元）	18.82	14.20	16.47	0.10
营业成本（亿元）	6.29	0.49	2.79	0.06
其他收益（亿元）	0.01	0.02	0.03	0.00
利润总额（亿元）	5.07	9.91	5.20	-3.52
EBITDA（亿元）	36.12	34.79	19.60	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	6.99	0.77	2.00	0.53
经营活动现金流入小计（亿元）	137.72	68.29	92.38	7.21
经营活动现金流量净额（亿元）	64.74	-66.93	-11.24	-41.63
投资活动现金流量净额（亿元）	-23.06	-5.28	9.26	0.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.04	30.39	9.86	12.41
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	3.70	1.34	1.06	--
存货周转次数（次）	0.49	0.05	0.40	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	37.12	5.42	12.17	539.56
营业利润率（%）	64.08	95.21	81.84	36.34
总资本收益率（%）	7.40	6.56	3.35	--
净资产收益率（%）	3.39	5.34	2.40	--
长期债务资本化比率（%）	52.56	56.85	58.25	59.92
全部债务资本化比率（%）	57.70	60.40	62.55	63.43
资产负债率（%）	86.45	87.28	87.94	88.19
流动比率（%）	61.54	64.00	65.52	67.45
速动比率（%）	60.72	63.28	65.11	67.04
经营现金流流动负债比（%）	5.61	-5.44	-0.87	--
现金短期债务比（倍）	1.34	0.73	0.69	0.25
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. 公司本部债务数据未调整  
 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
<b>增长指标</b>	
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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 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