

信用等级公告

联合[2018]1378号

联合资信评估有限公司通过对珠海华发集团有限公司及相关债券进行跟踪分析和评估，确定维持珠海华发集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，“13 华发集团债/PR 华发债”、“17 华发集团 MTN001”及“17 华发集团 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十六日



珠海华发集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 华发集团债/PR 华发债	2 亿元	2019/06/05	AAA	AAA
17 华发集团 MTN001 ¹	20 亿元	2022/12/08	AAA	AAA
17 华发集团 MTN002	40 亿元	2022/12/20	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	195.50	336.09	351.20	418.69
资产总额(亿元)	1575.05	1891.63	2284.79	2465.95
所有者权益(亿元)	376.82	464.05	623.92	641.12
短期债务(亿元)	310.03	312.28	451.82	539.84
长期债务(亿元)	615.81	632.12	698.85	735.50
全部债务(亿元)	925.84	944.40	1150.67	1275.34
营业收入(亿元)	211.03	321.37	441.55	61.85
利润总额(亿元)	15.42	30.98	49.69	15.11
EBITDA(亿元)	40.21	54.43	72.15	--
经营性净现金流(亿元)	10.44	185.88	104.48	42.35
营业利润率(%)	19.46	17.56	17.56	26.81
净资产收益率(%)	2.17	4.47	5.54	--
资产负债率(%)	76.08	75.47	72.69	74.00
全部债务资本化比率(%)	71.07	67.05	64.84	66.55
流动比率(%)	223.18	199.56	195.94	189.23
经营现金流动负债比(%)	1.82	23.84	10.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.03	17.35	15.95	--

注: 1.2018 年一季度财务数据未经审计; 2.已将拆入资金和其他流动负债中有息部分调入短期债务, 将长期应付款调入长期债务核算; 4.已将应付债券中一年内到期部分自长期债务调整至短期债务核算。

¹ “17 华发集团 MTN001” 及 “17 华发集团 MTN002” 为可续期中期票据, 表中到期兑付日为首个赎回日。

评级观点

珠海华发集团有限公司(以下简称“华发集团”或“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”)直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为四大核心业务, 商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团。跟踪期内公司继续保持其在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面的优势, 收入规模持续扩大。同时, 联合资信评估有限公司(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易受宏观调控影响、大宗商品贸易板块利润水平低、债务规模较大以及存在一定的短期支付压力等因素给公司信用等级带来的不利影响。

未来, 受益于粤港澳大湾区城市群发展、港珠澳大桥贯通、横琴自由贸易区建设等国家支持政策的叠加, 珠海市作为唯一陆域与香港、澳门连接的城市, 将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用。华发集团作为珠海市的龙头企业, 面临良好的发展机遇, 综合竞争力有望进一步增强。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, “13 华发集团债/PR 华发债”、“17 华发集团 MTN001” 及 “17 华发集团 MTN002” 的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 珠海市整体经济和财政实力不断增强, 为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是珠海市 16 家市属国企中的龙头企业, 为竞争型商业类企业, 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。
3. 受益于房地产、大宗商品贸易及土地一级

分析师

赵传第 许狄龙

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
人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

开发收入的增加,跟踪期内公司营业收入快速增长,金融业务收入及投资收益对公司利润形成了良好补充,盈利能力得到增强。

关注

1. 公司房地产开发和土地一级开发业务规模大,易受宏观政策和房地产市场的影响,收益实现具有一定的不确定性。
2. 受行业特征和业务模式影响,公司大宗商品贸易板块利润水平低。
3. 公司业务规模不断扩张,有息债务规模较大,存在一定的短期支付压力。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

珠海华发集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于珠海华发集团有限公司主体长期信用及“13 华发集团债/PR 华发债”、“17 华发集团 MTN001”及“17 华发集团 MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”或“华发集团”）注册资本、股权结构及经营范围均无变化。截至2018年3月底，公司注册资本111978.97万元，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”）为公司唯一股东及实际控制人。

截至2017年底，公司资产总额2284.79亿元，所有者权益623.92亿元（含少数股东权益374.27亿元）；2017年，公司实现营业收入441.55亿元，利润总额49.69亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额2465.95亿元，所有者权益641.12亿元（含少数股东权益384.06亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入61.85亿元，利润总额15.11亿元。

公司住所：珠海市拱北联安路9号；法定代表人：李光宁。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评公司本部存续债券余额62亿元（见下表）。跟踪期内，“13 华发集团债/PR 华发债”已按时付息并偿付债券本金2亿元；截至本报告出具日，“17 华发集团 MTN001”及“17 华发集团 MTN002”尚未至首次付息日。

表1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	余额	到期日	票面利率
------	----	-----	------

13 华发集团债/PR 华发债	2.00 亿元	2019/06/05	5.50%
17 华发集团 MTN001	20.00 亿元	2022/12/08	6.50%
17 华发集团 MTN002	40.00 亿元	2022/12/20	6.70%

资料来源：联合资信整理

注：“17 华发集团 MTN001”及“17 华发集团 MTN002”期限均为5+N年期，上表中到期日为首个赎回日。

“13 华发集团债/PR 华发债”募集资金8亿元，其中5亿元用于唐家人才公寓建设项目，3亿元用于华发沁园公租房项目，募集资金均已按约定使用完毕。截至本报告出具日，“13 华发集团债/PR 华发债”待偿还本金2.00亿元，将于2019年6月到期兑付。

“17 华发集团 MTN001”及“17 华发集团 MTN002”均是期限为5+N年期的永续中期票据，合计募集资金60亿元，用于偿还公司有息债务。截至本报告出具日，上述两支中票募集资金均已按约定使用完毕。

“17 华发集团 MTN001”及“17 华发集团 MTN002”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述两期中票在清偿顺序等同于其他普通债务工具，其赎回条款和递延利息支付条款的设置使上述两支中票不赎回和递延支付利息可能性较小。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工

业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政

策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017

年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析和区域环境

1. 土地一级开发行业

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时未能转让时，土地会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进土地”，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融资，一级开发主体提供担保责任。

2017年，全国300个城市共推出土地27600宗，同比减少1%，推出土地面积111907万平方米，同比增加8%；其中，住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）8950宗，同比增加12%，推出土地面积41258万平方米，同比增加22%；商办类用地4524宗，同比减少12%，推出土地面积12572万平方米，同比减少8%。整体看，土地供应总量略有上升，但住宅类用地与商办类用地供应呈反向变化。

从各类用地的供求结构来看，2017年住宅类与商办类用地占比与2016年基本持平，合计占比为约为48%，工业用地仍占半数；出让金方面，受宅地价格上扬影响，住宅类用地出让金占比较2016年增加约4个百分点，达82%，商办类及工业用地占比为分别下降3个及2个百分点，合计为17%。

从成交价格来看，2017年全国300个城市成交楼面均价为2374元/平方米，同比上涨26%；其中，住宅类用地（含住宅用地及包含

住宅用地的综合性用地)成交楼面均价为 4069 元/平方米,同比上涨 23%;商办类用地成交楼面均价为 2401 元/平方米,同比上涨 19%。从出让金金额来看,2017 年,全国 300 个城市土地出让金总额为 40623 亿元,同比增长 38%;其中,住宅用地(含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地)出让金总额为 33264 亿元,同比增长 45%;商办类用地出让金总额为 5222 亿元,同比增长 14%。

从土地溢价率看,2017 年,全国 300 个城市土地平均溢价率 29%,较去年下降 14 个百分点。其中住宅类用地(含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地)平均溢价率 34%,较去年下降 21 个百分点;商办类用地平均溢价率 13%,较去年下降 1 个百分点。

分城市来看,2017 年,一线城市土地供应持续放量,供地面积同比增幅领先,成交量及出让金随之上涨,但受调控政策影响,楼面均价及溢价率较去年有所下滑。北京、广州全年土地出让金涨幅明显,上海、深圳则同比下滑。二线城市坚持“分类调控、因城施策”,土地供应与成交面积与去年基本持平,土地出让金近成交均价同比涨幅较去年明显收窄,溢价率各季度均同比下降,土地市场总体趋稳。三四线城市内部热度分化,部分靠近经济发达城市群核心,承接外溢需求,拉动整体土地供求升温。

一级土地开发市场具有明显的区域性,与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关,从事全国性一级土地开发的企业较少,主要是地方性业务为主,且有较为明确的区域划分。资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键,近年由于拆迁成本的不断提高以及资金长期占用(受行政审批和拆迁成本等不确定因素影响,导致项目实际执行时间超出预期),给一级土地开发企业带来资金压力,融资能力未来将成为土地一级开发的关键要素。

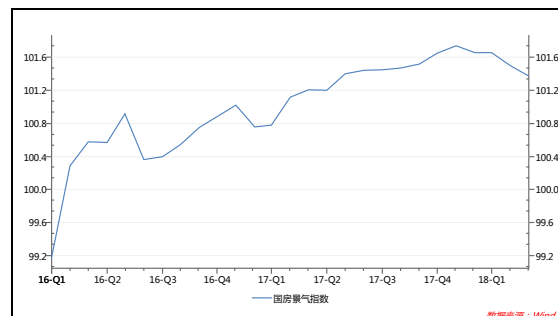
总体来看,2017 年全国土地供需总量较上

年有所回升,出让金大幅增长,但不同城市有所分化;受调控政策影响,土地溢价率整体下降,但土地作为不可再生的稀缺资源,长期内将保持升值趋势,而土地综合开发业务也相应具有稳定的发展前景。

2. 房地产开发行业

2016 年下半年,房价不断攀升,投资性购房需求旺盛,同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度,资本大量涌入房地产市场,“十一”期间,21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策,调控城市短期价格已出现环比回落,调控效果初步显现,但随着各地政策时效性逐渐降低,房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来,调控政策进一步升级,因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化。整体来看,在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下,房地产市场处于温和降温阶段。

图 1 2016 年以来国房景气指数(频率:月)



资料来源: Wind资讯

2017 年,房地产开发投资规模仍呈较快增长,增速较上年基本持平,全年房地产开发投资 10.98 万亿元,同比增长 7.00%;其中住宅投资 7.51 万亿元,同比增长 9.40%,增速较上年上升 3.00 个百分点。全国房屋新开工面积 17.87 亿平方米,同比增长 7.00%,其中住宅新开工面积 12.81 亿平方米,同比增长 10.50%。全国房屋施工面积 78.15 亿平方米,同比增长 3.00%,增速较上年有所回落;其中住宅施工面积为 53.64 亿平方米,同比增长 2.90%,增幅较上年上升 1.00 个百分点。总体看,2017 年全国房地产开

发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保

监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、

财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务

权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

3. 区域环境

跟踪期内，珠海市区域经济和财力水平持续增强，为公司发展创造良好的外部环境。

根据《2017年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2017年珠海市实现地区生产总值（GDP）2564.73亿元，同比增长9.2%。第二产业增加值对GDP增长的贡献率最大且增速最快，三次产业的比例由2016年的2.2:47.6:50.2调整为1.8:50.2:48.0。第三产业中金融业增长11.9%，房地产业下降15.0%。2017年，珠海市人均GDP达14.91万元，按平均汇率折算为2.21万美元。

2017年，珠海市完成固定资产投资

1662.02亿元，比上年增长19.6%。房地产开发投资666.12亿元，增长3.9%；交通运输、仓储和邮政业投资266.41亿元，同比增长116.2%，水利、环境和公共设施管理业投资152.03亿元，同比增长35.4%。

财政收支方面，2017年珠海市实现一般公共预算收入314.38亿元，比上年增长10.4%（可比口径，下同）。其中，税收收入239.05亿元（占比76.04%），增长6.6%。税收收入以增值税、企业所得税等为主，一般公共预算收入质量好。2017年，珠海市一般公共预算支出493.89亿元，增长18.4%；教育、科学技术、文化体育和传媒、医疗卫生、社会保障和就业、节能环保、城乡社区事务、农林水事务、住房保障等九项民生支出合计354.29亿元，同比增长24.7%，占全市一般公共预算支出的71.7%。

2017年，珠海市土地成交放量，成交数量及面积同比均大幅增长，带动政府性基金收入快速上升，但成交均价同比下降。

根据Wind资讯数据：2017年珠海市土地成交196宗，合计面积715.07万平方米，宗数较2016年增加111宗，成交面积同比增长42.33%。全年土地出让金额428.49亿元，同比增长93.15%；全年成交住宅类用地31宗，成交面积136.23万平方米，成交金额308.95亿元，单位土地成交价格同比下降26.93%，楼面均价同比下降21.83%至10232.66万元/m²。

土地市场成交量提升带动珠海市基金预算收入快速增长。根据《珠海市2017年预算执行情况与2018年预算草案的报告》，2017年，珠海市实现政府性基金预算收入389.08亿元（其中，国有土地使用权出让收入374.33亿元），同比增长16.8%；完成政府性基金预算支出321.32亿元（其中：国有土地使用权出让收入安排的支出309.24亿元），同比下降2.6%。

2017年，珠海市土地购置投资及商办类用房投入增加带动房地产投资总额小幅上升，受房地产调控影响，住宅项目销售面积及投资额同比均有不同程度下滑。

2017年，受土地购置费增加、办公楼及商业营业用房投资增长带动，珠海市房地产投资总额小幅上升，但投资占比最大的住宅投资额同比有所下降。2017年，珠海市新开工面积、施工面积及竣工面积指标同比均有不同程度增长，但同期销售面积快速下降，年末待售面积有所上升。

表2 珠海市主要房地产开发和销售指标
(单位: 亿元、万平方米、%)

项目	2016年	2017年	同比变化率
房地产开发投资	641.03	666.12	3.9
其中: 商品房住宅投资	449.50	425.22	-5.4
办公楼投资	50.62	89.70	77.2
商业营业用房投资	61.12	72.10	18.0
商品房施工面积	2643.88	3253.98	23.1
其中: 住宅	1725.35	1908.85	10.6
商品房新开工面积	676.94	1006.98	48.8
其中: 住宅	455.33	527.90	15.9
商品房竣工面积	360.93	422.80	17.1
其中: 住宅	309.50	280.07	-9.5
商品房销售面积	653.15	509.65	-22.0
其中: 住宅	596.61	420.28	-29.6
商品房待售面积	159.37	167.09	4.8
其中: 住宅	72.70	66.77	-8.2
本年购置土地面积	118.24	63.12	-46.6
土地购置费	183.51	201.68	9.9

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

珠海市战略地位突出，未来发展前景广阔，为公司发展提供良好的外部环境。

《广东省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确提出了珠海市的定位为珠江西岸核心城市，要求进一步强化珠海作为珠江西岸核心城市的辐射、服务功能。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唯一连接的城市，再次迎来重大发展机遇，将在粤港澳的

深度合作中扮演更为重要的角色，对外开放也将迎来新高度。公司面临良好的外部发展机遇。

六、基础素质分析

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。根据《珠海市市属国有企业功能界定与分类管理实施意见》，华发集团与控股子公司珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”，为珠海市国资委直管企业）被认定为竞争型商业类企业。目前珠海市由国资委履行出资人职责的市属企业有16家。公司与格力集团是16家市属国企中的龙头企业。华发集团城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务板块居珠海市第一。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（2012 银行版）（机构信用代码：G10440401000391600），截至2018年5月16日，公司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，均已正常收回。

七、管理分析

跟踪期内，公司对组织架构进行了调整完善，管理水平进一步提升（调整后组织架构图见附件1-2）。截至本报告出具日，公司跟踪期内管理制度、管理水平无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务无变化，受房地产销售及大宗商品批发收入大幅增长影响，公司营业收入同比快速上升，整体毛利率水平同比变化不大。

公司目前形成了以城市运营、房地产开发业务为两大核心支撑业务，以金融产业、产业投资为两大核心突破业务，以商业贸易、文教

创意、现代服务等作为核心业务之延伸和配套的“4+1”多元化发展格局。2017年，公司实现营业收入441.55亿元，同比增长37.40%，主

要系房地产和大宗商品批发业务收入快速增长带动；综合毛利率同比变化不大，2017年为22.09%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018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
1、主营业务收入	312.87	97.35	22.39	432.49	97.95	22.26	59.56	96.30	29.02
房地产销售	125.51	39.05	33.28	191.70	43.41	28.31	14.66	23.70	29.72
土地一级开发	43.09	13.41	45.47	51.03	11.56	68.51	14.97	24.21	70.72
金融类业务	7.34	2.28	99.91	7.47	1.69	70.12	1.98	3.21	64.13
大宗商品批发	123.51	38.43	0.45	163.70	37.07	0.29	24.02	38.83	0.72
其他主营业务	13.43	4.18	6.08	18.59	4.21	7.24	3.93	6.35	22.74
2、其他业务收入	8.50	2.65	17.14	9.06	2.05	13.90	2.29	3.70	20.50
合计	321.37	100.00	22.25	441.55	100.00	22.09	61.85	100.00	28.71

资料来源：公司提供

注：1.金融类业务收入主要包括利息净收入、顾问咨询费、手续费及佣金收入、担保业务收入等；2.其他主营业务收入包括物业服务、汽车销售、文体教育收入等；3.其他业务收入包括租赁收入、服务费收入、广告收入、停车费收入等；4.合计数不等于分项之和系四舍五入所致。

分板块看，2017年，受房屋交付结转的销售收入增加带动，公司实现房地产销售收入191.70亿元，同比增长52.73%，同时受毛利较低的项目结转比重较大影响，房地产板块毛利率水平同比下降至28.31%；跟踪期内，受益于土地出让规模的扩大及平均地价的上涨，公司土地一级开发收入同比增长18.43%至51.03亿元，毛利率水平同比上升系受出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例影响所致。2017年，公司扩大电解铜等有色金属贸易规模，大宗商品批发业务实现收入163.70亿元，同比增长32.54%，仍是公司仅次于房地产板块的第二大收入来源，但受限于行业特征和盈利模式利润率低、盈利能力弱，2017年毛利率水平下降至0.29%，系行业竞争加剧、公司控制贸易风险调整产品种类所致。跟踪期内，公司金融板块业务稳健发展，2017年实现收入7.47亿元，毛利率水平同比下降系公司本年将金融板块利息收入和成本分开列示、之前年度按净收入列示所致，但金融板块整体盈利能力仍强，是公司利润的重要补充。

2018年1~3月，受房地产板块结转收入同比减少影响，公司实现营业收入61.85亿元，

同比下降16.60%；同期，公司综合毛利率为28.71%，同比变化不大。

2. 业务经营

受房地产项目结转面积增多影响，公司2017年房产销售收入同比大幅增长；跟踪期内，公司加大拿地力度，但受限购政策影响房地产销售额及新开工面积同比有所下降；公司在建规模仍较大，且较大规模的预收账款及项目储备为公司未来收入提供了有力保障；公司未来销售情况易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响，未来收入及利润或将有所波动。

华发集团房地产开发业务仍主要由珠海华发实业股份有限公司（股票代码：SH.600325，以下简称“华发股份”）负责。2017年，华发股份实现营业收入199.17亿元，同比增长49.76%；其中房地产销售收入190.08亿元，同比增长51.57%。分区域看，珠海地区仍是公司房地产收入的主要来源；2017年华发股份房地产销售收入中珠海地区占比79.07%，两广地区（中山、广州、南宁）占比9.83%，山东地区（威海）占比7.58%，辽宁地区（沈阳、

大连、盘锦)占比 2.99%，内蒙古地区(包头)占比 0.53%。毛利率方面，2017 年华发股份房地产板块毛利率为 28.60%，较上年减少 4.69 个百分点，主要系珠海地区毛利率水平(2017 年为 33.31%)下降所致。

华发股份经营模式以自主开发销售为主，并逐步开展合作开发等多种经营模式，主要开发产品为住宅、车库及商铺，住宅项目占比高。区域布局方面，华发股份继续推进“珠海为战略大本营，上海、武汉、广州等一、二线核心城市重点突破”的战略部署。目前华发股份项目主要分布在珠海、上海、武汉、广州、苏州、南京、中山、威海。

2017 年华发股份新开工面积 220.47 万平方米(主要集中在珠海、武汉、威海、苏州等)，同比下降 6.35%；但随着在建项目的持续投入及新增部分 2016 年末纳入合并范围的项目，期末在建面积 715.35 万平方米，同比大幅增长 26.10%，年内竣工面积 215.28 万平方米，同比增长 61.19%。2018 年 1~3 月，华发股份新开工面积 84.20 万平方米，期末在建面积 730.56 万平方米。

表 4 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	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
新开工面积	235.42	220.47	84.20
竣工面积	133.56	215.28	70.42
期末在建面积	567.31	715.35	730.56
合同销售面积	167.68	133.76	47.73
合同销售金额	357.25	310.17	100.20
合同销售均价	2.13	2.32	2.10

资料来源: 公司提供

销售方面，2017 年，华发股份灵活调整营销策略，在确保珠海市场平稳去化的基础上，上海、广州、武汉等核心城市实现重点突破，当期实现签约销售面积 133.76 万平方米，签约销售额 310.17 亿元，受限购调控政策影响，同比均有所下降；得益于战略布局的优化和部分

城市房地产市场发展的契机，公司 2017 年销售均价持续上升，为 2.32 万元/平方米。销售区域方面，华南区域(珠海、中山、广州、南宁)实现签约销售 134.39 亿元，其中珠海实现签约销售 69.01 亿元，占总签约销售金额的 22.25%；华东区域(上海、苏州)实现签约销售 60.32 亿元，在华东地区打响了品牌知名度，其中上海签约销售额达到 51.06 亿元，占总签约销售金额的 16.46%；华中区域(武汉)实现签约销售 89.29 亿元，占总签约销售金额的 28.79%，成为公司新的利润贡献点。在深耕珠海市场的基础上，实现了核心城市的重点突破，推动公司市场格局的显著优化和全面发展。

公司通过公开竞拍、合作开发、城市更新等多种方式，在继续深耕上海、武汉、广州、苏州等已布局城市的基础上，成功开辟南京、佛山、嘉兴等市场，并不断深化新进城市的项目储备，扩大公司的品牌影响力，开启公司新一轮的投资布局。2017 年，公司新增土地储备计容积率建筑面积 277.65 万平方米(权益面积)，并与多家行业标杆企业建立良好的合作关系。

2017 年，公司城市更新工作稳步推进。珠海区域，珠海广昌项目顺利动工，湾仔银坑村项目拆迁工作正式启动；上海闵行区浦江镇召稼楼特色小镇、青浦区徐泾城中村改造、北京廊坊旧城改造等异地更新项目也已全面展开，佛山、中山城市更新工作已稳步推进。

土地储备方面，2017 年，华发股份通过合作开发和公开竞买土地等方式新增土地储备计容建筑面积合计 274.79 万平方米(权益面积)，同比增长 514.47%；购地支出 230.57 亿元，同比增长 798.21%，主要分布于武汉、南京、珠海、威海、佛山等 8 个城市。截至 2017 年底，华发股份共拥有 47 个项目的土地储备，待开发面积合计 419.33 万平方米，规划计容面积 873.45 万平方米，项目储备充足。以土地面积算，截至 2017 年底，前五大城市(南京、

武汉、珠海、威海、沈阳)占地面积占总土地储备面积 73.06%，集中度高。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为公司未来销售收入提供支撑，另一方面也为公司带来了一定的资金压力。2018 年 1~3 月，华发股份通过合作开发和公开竞买土地等方式新增土地储备计容建筑面积 74.33 万平方米，购地支出 46.49 亿元，分布于武汉、苏州、无锡。截至 2018 年 3 月底，华发股份拥有的土地储备建筑面积为 867.24 万平方米。

跟踪期内，公司土地一级开发业务模式未发生改变；随着土地出让的增加及平均地价的上涨，公司收入及毛利率水平快速上升；未来城市运营板块投资规模仍大，且资金平衡依赖的土地分成及土地转让收入受宏观调控及土地市场行情等影响存在一定不确定性。

公司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。公司城市运营板块的收入来源包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目经营收益（租金、酒店收入等）；③土地储备未来转让收入。经营性项目收益回收周期较长，公司主要通过土地出让收入分成及土地转让收入来实现资金平衡。

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、富山产业新城项目。针对上述项目，公司分别与

珠海市财政局、珠海金湾区人民政府、珠海市保税区管委会、珠海（国家）高新技术产业开发园区管理委员会及珠海市富山工业园管理委员会签订土地一级开发协议/合作开发协议，由公司负责上述 5 个区域的土地一级开发、市政基础设施建设等任务，资金由公司负责筹集，上述政府机构对公司主要通过以下两种方式进行补偿：①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）等额资金按一定比例返还给公司，或②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等额资金作为土地一级开发收益。

2017 年，公司实现土地一级开发收入 51.03 亿元，同比增长 18.43%，仍主要来自十字门中央商务区、金湾航空新城、高新区北围及保税区二期项目；受平均土地出让价格上涨及返还的土地增值收益增加影响，公司土地一级开发业务毛利率水平大幅上升至 68.51%。2017 年公司土地一级开发业务获得回款 50 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现土地一级开发收入 14.97 亿元，出让地块主要来自毛利率水平较高的十字门中央商务区（分成收入 9.86 亿元，毛利率 72.01%）和金湾航空新城（分成收入 5.11 亿元，毛利率 68.24%），带动整体毛利率水平进一步上升至 70.72%。公司其他一级土地开发项目尚处于开发建设期，尚未产生收入。

表 5 公司土地出让情况（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	
	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
土地出让数量	2	5	7	3	5	5	5	5
出让建筑面积	16.88	45.50	70.45	31.60	10.34	25.11	39.47	50.80
分成收入	6.71	12.80	15.59	13.42	1.78	3.18	19.07	21.63
结转开发成本	1.72	4.73	13.46	5.12	1.83	3.09	14.24	3.13
开发收益	4.99	8.07	2.13	8.31	-0.05	0.09	4.83	18.50
毛利率	74.37	63.05	13.66	61.92	-2.81	2.83	25.33	85.53

资料来源：公司提供

注：合计数不等于分项之和系四舍五入所致。

目前公司主要在建土地一级开发项目如下表所示,估算总投资 779.00 亿元,截至 2018 年 3 月底已投资 139.69 亿元,累计获得土地出

让收入 212.56 亿元。2018~2020 年,公司土地一级开发业务预计分别投资 34.90 亿元、40.60 亿元和 46.00 亿元。

表 6 截至 2018 年 3 月底公司主要在建土地一级开发项目情况 (单位: 平方公里、亿元)

项目	开发面积	计划总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	未来投资计划		
				2018 年	2019 年	2020 年
十字门中央商务区片区开发项目	5.77	84.00	62.25	3.10	6.00	6.00
金湾航空新城片区开发项目	3.80	35.00	30.84	2.40	1.40	1.40
保税区二期片区开发项目	2.30	20.00	9.23	4.60	1.20	1.60
高新区北围片区开发项目	8.60	140.00	21.34	3.30	2.00	2.00
富山产业新城片区开发项目	150.00	500.00	16.03	21.50	30.00	35.00
合计	170.47	779.00	139.69	34.90	40.60	46.00

资料来源: 公司提供

公司土地出让业务持续性好,且未来预期收益对公司投入覆盖程度好。但联合资信同时关注到由于土地出让面积和出让价格受宏观经济和政策调控的影响较大,公司土地出让分成返还的实际金额与预测金额可能会出现一定的差异。

公司城市运营板块的自营项目未来投资规模较大,租金收入、运营收入等实现受出租率、租金水平、运营水平等因素影响大且回收周期较长,未来资金平衡主要依赖土地一级开发收入返还、土地增值及转让带来的收益。

公司自营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、横琴创意谷及蓝湾智岛总部基地中心二期项目,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,建设完工对外出租、出售或运营,未来以经营性收入来平衡资金投入。截至 2018 年 3 月底,公司自营项目计划总投资 198.98 亿元,已投资 129.16 亿元,未来仍需投入 69.82 亿元,投资规模仍较大。

表 7 截至 2018 年 3 月底公司主要在建经营性项目投资情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目名称	占地面积	总建筑面积	总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	计划投资额		
					2018 年	2019 年	2020 年
会展商务组团 (一期)	20.00	70.40	87.00	87.00	0.30	--	--
横琴国际金融中心大厦	1.84	20.00	43.00	19.10	5.60	7.20	12.10
横琴金融产业基地	20.00	8.80	8.00	7.35	0.63	--	--
横琴创意谷	10.00	13.70	10.00	9.34	0.01	--	--
会展商务组团 (二期)	5.18	27.50	43.50	4.74	1.50	8.00	15.00
蓝湾智岛总部基地中心二期	1.95	7.77	7.48	1.63	1.40	3.20	1.40

合计	58.97	148.17	198.98	129.16	9.44	18.40	28.50
----	-------	--------	--------	--------	------	-------	-------

资料来源：公司提供

除房地产开发和土地一级开发外，截至2018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、保税区等占地面积合计129.67万平方米、计容建筑面积393.24万平方米的土地的使用权；通过增资方式获得珠海市海润房地产开发有限公司5块土地（占地面积合计16.93万平方米，计容建筑面积59.01万平方米）使用权。公司将土地储备以成本法计入“存货”科目。目前公司所持上述储备土地主要用于抵押融资，未来将择机进行开发或转让。随着横琴新区政策性利好及十字门片区基础设施建设的不断完善，公司所持土地储备增值空间较大。

跟踪期内，公司金融及产业投资板块较为平稳，是公司利润的重要补充。

公司金融板块收益包括计入营业收入的手续费及佣金净收入、顾问咨询费收入、担保业务收入、利息净收入等，及公司对外投资所获取的投资收益。2017年，受利息净收入增加影响，华发集团金融类业务实现营业收入7.47亿元，同比小幅增长1.77%，仍以利息净收入和手续费及佣金收入为主，2017年占比为91.89%。

公司投资收益主要系参股华润银行、珠海农商行、华通金租等获得的股权投资收益、持有和处置债券、基金、资管/信托计划等所得，2017年同比下降18.19%至10.69亿元，主要系信托等投资减少导致持有至到期投资在持有期间的投资收益下降所致。2017年公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益6.07亿元（同比增长49.12%）。

2018年1~3月，华发集团金融类业务实现营业收入1.98亿元，为2017年全年的26.51%；同期，公司实现投资收益7.97亿元。

跟踪期内，有色金属（电解铜）等产品贸易规模的扩大带动公司大宗商品贸易收入快速增长；但有色金属（电解铜）等毛利率水平

低，公司大宗商品贸易板块整体毛利率水平同比下降，对公司盈利贡献较小。

公司大宗商品批发业务仍采取以销订购的经营模式。受下游客户需求及公司风控要求等影响，跟踪期内公司主要贸易品种有所变化。2017年，公司主动收缩风险较高的燃料油等业务规模，扩大有色金属（电解铜）业务。2017年，公司实现大宗商品批发收入163.70亿元，同比增长32.54%；前五大贸易产品收入占比为56.42%，同比下降18.36个百分点；同期，大宗商品批发业务毛利率持续下降，2017年为0.29%，降幅较大，主要系有色金属（电解铜）业务毛利率较低所致。2018年1~3月，公司实现大宗商品贸易批发收入24.02亿元，同比增长28.79%，业务毛利率为0.72%。受行业特性和业务模式影响，公司大宗商品贸易业务毛利率水平较低。

3. 未来发展

“十三五”时期，在深化国企改革、粤港澳大湾区规划落实、珠海及横琴自贸区加速发展等众多利好因素支撑下，华发集团作为珠海市的龙头企业，面临着“再出发”的发展机遇。公司将以“创新驱动、战略引领、深化改革、提质增效”为总体思路，以打造千亿华发为战略目标，到2020年，实现营业收入突破千亿元，打造上市公司集群，冲刺世界500强的目标。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年度合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年一季度财务数据未经审计。

2017年公司合并范围新增子公司51家，其中43家为新设子公司（期末净资产合计53.65亿元），7家为非同一控制下企业合并所得（期末净资产合计58.07亿元），1家为无偿划拨（净资产0.49亿元）；不再纳入合并的控股子公司6家。截至2017年底，公司合并范围包括子公司295家（其中华发股份下属子公司165家）。2018年1~3月，公司合并范围新增子公司29家，不再纳入合并范围的子公司1家。总体看，跟踪期内公司合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至2017年底，华发集团资产总额2284.79亿元，所有者权益623.92亿元（含少数股东权益374.27亿元）；2017年，公司实现营业收入441.55亿元，利润总额49.69亿元。

截至2018年3月底，华发集团资产总额2465.95亿元，所有者权益641.12亿元（含少数股东权益384.06亿元）；2018年1~3月，公司实

现营业收入61.85亿元，利润总额15.11亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受房地产及土地一级开发项目持续投入、拆出资金及对外投资增加影响，公司资产总额持续增长；资产构成仍以存货、货币资金等流动资产为主；但受限资产规模较大，对公司流动性产生一定影响。

2017年底，华发集团资产总额2284.79亿元，同比增长20.78%，主要系存货、其他流动资产、长期股权投资、可供出售金融资产等增长所致。从构成看，流动资产一直是华发集团资产总额的主要组成部分，2017年底占比为81.84%。公司主要资产构成见下表。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1556.24	82.27	1869.81	81.84	2044.83	82.92
货币资金	209.59	11.08	215.91	9.45	276.16	11.20
存放同业款项	78.90	4.17	84.57	3.70	89.17	3.62
预付款项	49.08	2.59	63.71	2.79	62.11	2.52
存货	1071.80	56.66	1270.49	55.61	1365.44	55.37
其他流动资产	46.04	2.43	104.91	4.59	127.31	5.16
非流动资产	335.39	17.73	414.99	18.16	421.13	17.08
可供出售金融资产	52.98	2.80	80.74	3.53	75.97	3.08
长期股权投资	101.24	5.35	146.70	6.42	153.26	6.22
固定资产	98.40	5.20	84.23	3.69	84.21	3.41
资产总额	1891.63	100.00	2284.79	100.00	2465.95	100.00

资料来源：公司财务报表

2017年，受房地产项目持续投入及华发股份向关联方拆出资金增加影响，公司流动资产同比增长20.15%至1869.81亿元；仍主要由存货、货币资金、其他流动资产等构成。

2017年底，公司货币资金同比小幅增长3.01%至215.91亿元，主要由银行存款（占比

93.57%）及存放中央银行法定存款准备金（占比5.50%）组成；年末受限货币资金26.17亿元（受限比重12.12%），主要为保证金、质押存单及存放中央银行法定存款准备金。2017年底公司存放同业款项同比增长7.19%至84.57亿元，全部为存放境内银行同业；受应

收土地出让收益分成及应收货款增加影响，公司应收账款同比增长 171.19% 至 19.35 亿元，主要为应收珠海市金湾区财政局（6.37 亿元）和珠海市横琴新区管理委员会财政局（2.93 亿元）的土地收益分成款；前五名欠款单位占比合计 65.37%，账龄均在 1 年以内。2017 年底公司预付款项同比增长 29.82% 至 63.71 亿元，主要系预付武汉市、珠海市等的土地出让金增加所致。

公司存货主要由开发成本、开发产品及出租开发产品等构成，2017 年底同比增长 18.54% 至 1270.49 亿元；其中，开发成本 1148.33 亿元，同比增加 172.69 亿元，主要系新开工项目及在建项目持续投入所致，开发成本中较上年底增加较多的项目包括南京华铎 G29 项目、武汉华发首府、上海七宝生态商务区项目、南京华懋 G35 项目、佛山亲仁路项目、嘉兴鹭栖庭院*1 等。公司存货中开发成本以房地产项目为主，此外还有部分一级土地开发成本。2017 年底公司存货中开发产品净值 96.77 亿元，同比增加 21.57 亿元，主要新增完工项目包括珠海华发峰景湾花园、广州荔湾荟项目、南宁华发四季等。年末计提存货跌价准备 402.08 万元。

2017 年底公司其他流动资产同比增长 127.83% 至 104.91 亿元，主要系华发股份向合营、联营企业拆出资金增加所致。年末其他流动资产主要由拆出款项及其他（79.62 亿元）、预交税费（16.01 亿元）构成。

2017 年底公司非流动资产同比增长 23.73% 至 414.99 亿元，主要系长期股权投资、可供出售金融资产和无形资产增长带动。构成较上年末变化不大，仍主要以长期股权投资（占 35.35%）、固定资产（占 20.30%）、可供出售金融资产（占 19.45%）为主。

2017 年底公司可供出售金融资产为 80.74 亿元，同比增加 27.76 亿元，主要系可供出售债务工具增加及增加对珠海知行并进文化产业投资基金、珠海英飞尼迪创业投资基金（有

限合伙）、IDG 成长基金等成本计量的权益工具所致。年末公司可供出售金融资产中可供出售债务工具 55.34 亿元，同比增加 23.08 亿元，采用公允价值计量；可供出售权益工具 25.41 亿元，其中按公允价值计量的系公司认购的“和谐并购安华私募投资基金”，年末公允价值变动 1.56 亿元（账面价值 3.31 亿元），按成本法计量的权益工具系公司参与设立的投资基金、参股的投资企业，投资金额较大的包括 IDG 成长基金（4.31 亿元）、珠海知行并进文化产业投资基金（4.00 亿元）、珠海英飞尼迪创业投资基金（有限合伙）（3.21 亿元）、厦门国际银行股份有限公司（3 亿元）等，以股权投资和金融类企业为主。

2017 年底，公司长期股权投资 146.70 亿元，较上年底增长 44.90%，主要系增加对南京华崧房地产开发有限公司、珠海市香洲区碧珠碧桂园房地产开发有限公司等房地产合营及联营企业，珠海华金阿尔法三号股权投资基金合伙企业（有限合伙）、华金东方一号基金合伙企业（有限合伙）等基金投资和珠海华润银行股份有限公司、珠海市润海投资有限责任公司等金融类参股企业的投资。2017 年底，公司投资金额较大的长期股权投资包括珠海华润银行股份有限公司（28.39 亿元）、上海华泓钜盛房地产开发有限公司（22.30 亿元）、华金资本（13.51 亿元）等金融及产业投资类、房地产及代建市政项目公司²。

2018 年 3 月底，公司资产总额 2465.95 亿元，较上年底增长 7.93%，主要系存货、货币资金等流动资产增加所致；资产构成仍以流动资产为主，期末流动资产比重为 82.92%，较上年底略有上升。2018 年 3 月底，公司存货 1365.44 亿元，较上年底增加 94.95 亿元，主要系项目工程投资增加所致。2018 年 3 月底，公司非流动资产较上年末增长 1.48% 至 421.13 亿

² 公司长期股权投资包括珠海情侣海岸建设有限公司、阳江华阳投资控股有限公司、珠海华发连湾保障房建设有限公司等从事市政基础设施和保障房的项目公司，因项目所需资金由财政承担，公司不享有经营收益和承担经营风险，因此不纳入合并报表。

元，主要系增加投资导致长期股权投资较上年末增长所致。

截至 2018 年 3 月底，公司受限资产账面价值合计 520.05 亿元，以存货、固定资产、货币资金、长期股权投资和投资性房地产为主，另有少部分应收账款；受限资产账面价值占资产总额的 21.09%。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益以少数股东权益和资本公积为主。受永续债发行、少数股东权益及留存收益增加影响，跟踪期内所有者权益规模持续增长，但稳定性一般。

受子公司少数股东权益增长、留存收益增加及永续债发行等因素影响，2017 年底公司所有者权益同比增长 34.45%至 623.92 亿元。从构成看仍以少数股东权益为主（占 59.99%），其次为资本公积（占 18.96%）、其他权益工具（占 11.54%）等。

2017 年，公司少数股权权益同比增加 151.65 亿元至 374.27 亿元，主要系：①因审计报告分类，公司将子公司综合发展发行的永续债计入少数股东权益（期末金额为 87.69 亿元，2016 年底为 69.69 亿元，体现在“其他权益工具”科目）；②公司合并华发股份、华金证券等，跟踪期内少数股东增资及留存收益增加带动少数股东权益增加；③因对珠海发展投资基金（有限合伙）并表而增加的少数股东权益（期末余额 43.36 亿元）。

2017 年底，公司其他权益工具 72 亿元，为公司本部发行的两期永续中票（17 华发集团 MTN001、17 华发集团 MTN002）和对中海信托股份有限公司 12 亿元的可续期债³。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 641.12 亿元，较上年末增加 17.20 亿元，主要来自少数股东权益的增加及未分配利润的累积。所有

者权益构成较上年末变化不大。

随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，跟踪期内公司负债总额快速增长，债务规模较大，债务负担仍较重。

跟踪期内，受公司对外借款及房地产预售增多影响，公司负债总额同比增长 16.34%至 2017 年底的 1660.87 亿元，流动负债比重较上年末增加 2.83 个百分点至 57.46%。

2017 年底，公司流动负债同比增长 22.37%至 954.29 亿元，主要系短期借款、预收款项、卖出回购金融资产款及其他流动负债增加所致。流动负债以预收款项（占 31.00%）、短期借款（占 14.76%）、一年内到期的非流动负债（占 13.49%）、应付账款（占 7.15%）为主。

2017 年底，公司短期借款同比增长 154.71%至 140.84 亿元，以保证借款、信用借款和抵押借款为主。公司预收款项主要为华发股份预收房款，跟踪期内同比增长 17.89%至 295.87 亿元，主要系武汉华发外滩首府、上海静安府、武汉华发四季等项目预收房款增加（预收房款期末余额合计 279.95 亿元）及公司收到珠海高新技术产业开发区发展和改革和财政局拨付的土地一级开发款项（4.02 亿元）。2017 年底公司卖出回购金融资产款同比增长 65.56%至 69.07 亿元，主要系交易所质押式回购及银行间质押式卖出回购增多影响，期末卖出回购金融资产标的物均为债券。跟踪期内，公司其他流动负债同比增加 21.13 亿元至 81.16 亿元，主要系发行超短期融资券所致。

2017 年底，公司非流动负债为 706.58 亿元，同比增长 9.09%，主要来自长期借款及应付债券的增加；从构成看，以长期借款（占比 62.47%）和应付债券（35.13%）为主。2017 年底，公司长期借款 441.40 亿元，同比增长 9.32%，以抵押借款、保证借款等为主。应付债券 248.21 亿元，同比增加 21.83 亿元，主要系华发股份发行中期票据及子公司铨兴投资控股有限公司发行美元债券所致。公司长期应付款为华发物业资产支持证券和售后回租融

³ 2017 年 12 月，公司与中海信托股份有限公司签订可续期债权投资合同，累计发行永续债 12 亿元，初始债权投资期限为 24 个月，公司有权于借款（债权投资）初始期限届满之日前 30 个工作日书面通知中海信托股份有限公司该期借款进入周期存续期，继续续期 24 个月，初始固定利率 6.40%。

资款，2017 年底为 9.24 亿元，同比减少 1.30 亿元。

将公司发行的超短期融资券（“其他流动负债”）、资产支持证券和售后回租融资款（“长期应付款”）等有息部分计入债务后，2017 年底公司全部债务同比增长 21.84% 至 1150.67 亿元，其中短期债务占 39.27%，长期债务占 60.73%；跟踪期内受短期借款、卖出回购金融资产款增加及超短融发行影响，短期债务比重有所上升，但债务结构仍以长期债务为主。受所有者权益快速增长影响，公司资产负债率、全部债务资本化及长期债务资本化比率均呈下降趋势，2017 年底分别为 72.69%、64.84% 和 52.83%。

表 9 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年3月
短期债务	312.28	451.82	539.84
长期债务	632.12	698.85	735.50
全部债务	944.40	1150.67	1275.34
资产负债率	75.47	72.69	74.00
全部债务资本化比率	67.05	64.84	66.55
长期债务资本化比率	57.67	52.83	53.43

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

将公司发行的永续债调入债务后，2017 年底，公司有息债务规模为 1310.36 亿元，同比增长 29.22%，资产负债率（调整永续债后）及全部债务资本化比率（调整永续债后）分别为 79.68% 和 73.84%，同比略有上升。考虑到公司负债中预收账款规模较大，公司实际负债水平轻于上述指标值。

2018 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 9.87% 至 1824.84 亿元，主要系一年内到期的非流动负债、预收款项、长短期借款和应付债券等增加所致。2018 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 10.83% 至 1275.34 亿元，其中长期债务占比 57.67%，比重较上年末小幅下降。截至 2018 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 74.00%、66.55% 和 53.43%，较上年底均有所上升。将永续债调入债务核算后，公司 2018 年 3 月底全部债务（含永续）增至 1435.04 亿元，全部债务资本化比率（含永续）增至 74.88%，债务负担有所上升。

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于房地产、大宗商品贸易收入的增加，公司营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对公司利润形成了良好补充，盈利能力持续提升。

受房地产开发、大宗商品批发业务收入增长影响，2017 年公司营业收入同比增长 37.40% 至 441.55 亿元；营业利润率为 17.56%，与上年同期持平。

2017 年公司期间费用合计 40.02 亿元，同比小幅增长 3.82%，主要系人员数量增长及职工薪酬提升带动管理费用增加所致；跟踪期内，公司销售费用、财务费用同比均略有下降，财务费用下降系利息收入增加影响。2017 年，公司期间费用率为 9.06%。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年1-3月
营业收入	321.37	441.55	61.85
投资收益	13.07	10.69	7.97
营业利润	30.56	49.61	15.06
利润总额	30.98	49.69	15.11
营业利润率	17.56	17.56	26.81
总资本收益率	2.79	3.00	--
净资产收益率	4.47	5.54	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2017 年公司实现投资收益 10.69 亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益 6.07 亿元（主要来自华润银行、珠海润海投资等）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益 1.88 亿元（主要来自公司持有的债券、股票等）、持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 1.53 亿元，跟踪期内投资收益同比下降 18.19% 主要系持有的资管计划等规模下降导致持有至到期投资在持有期间的投资收益规模减少所致，但投

资收益仍是公司利润的重要来源。2017 年公司利润总额同比增长 60.38% 至 49.69 亿元；总资产收益率和净资产收益率均呈上升趋势，2017 年分别为 3.00%、5.54%，盈利能力不断增强。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 61.85 亿元、同比下降 16.60%，主要系华发股份当期确认的房地产销售收入同比减少所致。营业利润率增至 26.81% 系利润水平较高土地一级开发收入在营业收入中占比提升所致。同期，公司实现投资收益 7.97 亿元，同比大幅增长 118.30%，主要系华发股份合营联营企业盈利增加所致。受投资收益增加带动，公司实现利润总额 15.11 亿元，同比增长 32.02%。

4. 现金流及保障

跟踪期内，受拆出资金增多影响，公司经营净现金流规模下降，但仍维持净流入状态，主营业务获现质量高；受房地产购地支出及对外投资增加，投资活动净流出规模同比明显扩大；公司本期法透业务减少带动筹资活动现金流出减少，筹资活动现金净流入规模上升。

2017 年，公司经营活动现金流入量同比下降 3.96% 至 580.41 亿元，主要系收到的往来款减少带动收到其他与经营活动有关的现金下降所致；2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 500.89 亿元，同比略有下降，现金收入比为 113.44%，受预收房款规模较大影响，收入实现质量保持在较高水平。2017 年，受房地产、土地一级开发等项目投入增加及资金往来拆出（支付其他与经营有关的现金）规模加大影响，公司经营活动现金流出同比增长 13.73% 至 475.92 亿元；2017 年经营活动净现金流为 104.48 亿元，同比下降 43.79%，但仍维持净流入状态。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016年	2017年	2018年 1~3月
经营活动现金流入	604.33	580.41	157.57
经营活动现金流出	418.46	475.92	115.22

经营活动现金流量净额	185.88	104.48	42.34
投资活动现金流量净额	-103.58	-347.03	-100.02
筹资活动现金流量净额	29.44	247.67	111.52
现金收入比	156.70	113.44	148.74

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2017 年，公司投资活动现金流量净额为 -347.03 亿元，净流出规模较上年同期明显扩大，主要系：1) 收回投资收到现金同比下降；2) 跟踪期内，华发股份购地支出增加（计入“购建固定资产、无形资产等支付的现金”）及对股权、债权等（计入“投资支付的现金”）投资规模加大，2017 年上述两项现金流出分别为 231.40 亿元和 177.82 亿元，同比分别增长 123.61%、148.62%。

2017 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -242.55 亿元，资金缺口较上年明显扩大。

2017 年公司筹资活动现金流量净额为 247.67 亿元，同比大幅上升，主要系筹资活动现金流出规模下降所致。2017 年，公司筹资活动现金流入同比变化不大，为 951.06 亿元，仍主要通过银行借款、发行债券及少数股东增资等渠道筹资。2017 年，公司筹资活动现金流出同比下降 22.47% 至 703.39 亿元，主要系华金证券法透资金业务减少导致支付其他与筹资活动有关的现金下降较快；2017 年公司偿还债务本息支付的现金规模同比小幅下降。

2018 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 42.35 亿元、-100.02 亿元和 111.52 亿元。其中经营活动现金流量净额较上年同期增长主要系房地产预收售楼回款较 2017 年同期增加所致；投资活动支出主要为购买土地支付的出让金和金融投资；同期，公司现金收入比为 148.74%，主要系当期收到较大规模房地产预售款但结转房地产收入规模较小所致。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模上升较快，短期偿债压力加大；受益于盈利能力的提升，长期偿债能力增强；公司融资渠道畅通，或有

负债风险可控。

从短期偿债能力指标看，2017 年底，公司流动比率和速动比率较上年末变化不大，分别为 195.94%、62.80%；2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 189.23%和 62.87%。公司流动资产中存货占比高，导致速动比率偏低。2017 年，公司经营现金流动负债比为 10.95%，同比有所下降主要系经营性净现金流减少及流动负债的上升所致，考虑到公司流动负债中不需要实际偿还的预收账款较多，公司实际偿债能力强于指标值。截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产 418.69 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 0.78 倍。总体看，公司短期债务规模大，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 同比增长 32.57%至 72.15 亿元；同期，公司全部债务同比增长 21.84%，慢于 EBITDA 增速；受此影响，公司全部债务/EBITDA 同比下降，2017 年为 15.95 倍。整体看，公司目前债务规模仍然较大，考虑到公司资产中土地、股权投资、金融资产等增值前景良好，未来土地一级开发、房地产和金融业务收益可观及珠海市政府对公司的有力支持，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司合并口径对外担保余额 40.86 亿元，担保比率 6.37%。其中华发股份为关联方珠海琴发实业有限公司（以下简称“琴发实业”）提供担保余额 37.86 亿元，华发集团为关联方珠海华金资本股份有限公司（原力合股份有限公司，股票代码：SZ.000532，以下简称“华金资本”）提供担保余额 3 亿元。琴发实业由华发股份同珠海大横琴置业有限公司（珠海市横琴新区管理委员会 100%间接控股）共同出资成立，华发股份持股 60%，珠海大横琴置业有限公司持股 40%，公司合并口径对其不并表，主要从事珠海华发广场项目开发建设；华金资本为深交所上市企业，主要从事电子设备、投资与管理业务，2018 年 3 月底公司通过珠海金控持有其 28.46%的

股权，对其控制不合并。整体看，公司担保比率较低，或有负债风险可控。

截至 2017 年底，公司合并口径共计获得银行授信额度 1827.85 亿元，尚未使用 844.87 亿元，公司间接融资渠道畅通。另外，公司合并范围内拥有 2 家上市公司，控股非合并 1 家上市公司，具备直接融资渠道。

十、存续债券偿还能力分析

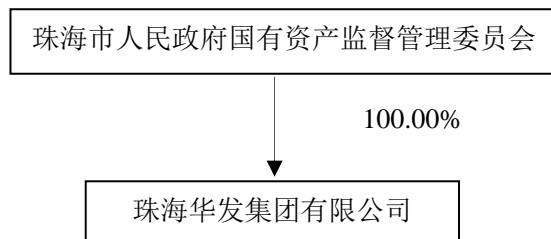
截至本报告出具日，“13华发集团债/PR华发债”待偿还本金2亿元，将于2019年6月偿还剩余本金2亿元；“17华发集团MTN001”及“17华发集团MTN002”为可续期中期票据，本金合计60亿元，公司有权于2022年12月行使赎回权。

2017年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及EBITDA分别为上述债券偿还本金合计62亿元的9.36倍、1.69倍和1.16倍，分别为单年最高偿债金额60亿元的9.67倍、1.74倍和1.20倍，公司经营活动现金流和EBITDA对存续债券保障能力较好。“17华发集团MTN001”及“17华发集团MTN002”的首个赎回日接近，未来或将为公司带来一定集中兑付压力。

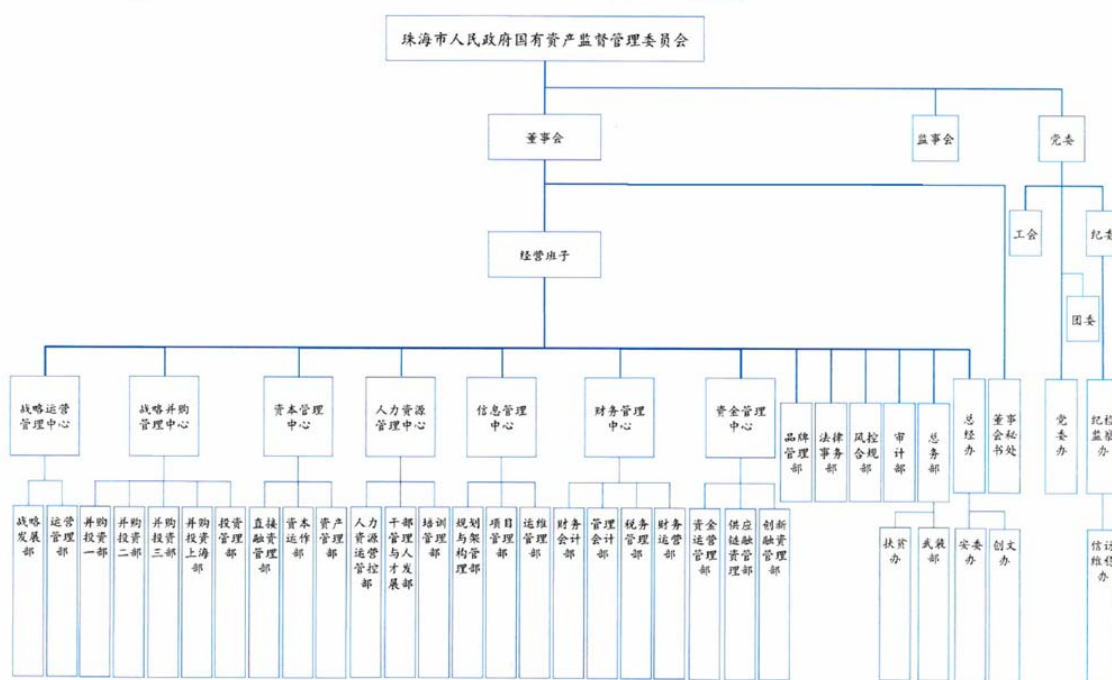
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“13华发集团债/PR华发债”、“17华发集团MTN001”及“17华发集团MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至本报告出具日公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	195.50	336.09	351.20	418.69
资产总额(亿元)	1575.05	1891.63	2284.79	2465.95
所有者权益(亿元)	376.82	464.05	623.92	641.12
短期债务(亿元)	310.03	312.28	451.82	539.84
长期债务(亿元)	615.81	632.12	698.85	735.50
全部债务(亿元)	925.84	944.40	1150.67	1275.34
营业收入(亿元)	211.03	321.37	441.55	61.85
利润总额(亿元)	15.42	30.98	49.69	15.11
EBITDA(亿元)	40.21	54.43	72.15	--
经营性净现金流(亿元)	10.44	185.88	104.48	42.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.72	16.76	31.97	--
存货周转次数(次)	0.19	0.25	0.29	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.19	0.21	--
现金收入比(%)	107.39	156.70	113.44	148.74
营业利润率(%)	19.46	17.56	17.56	26.81
总资本收益率(%)	2.28	2.79	3.00	--
净资产收益率(%)	2.17	4.47	5.54	--
长期债务资本化比率(%)	62.04	57.67	52.83	53.43
全部债务资本化比率(%)	71.07	67.05	64.84	66.55
资产负债率(%)	76.08	75.47	72.69	74.00
流动比率(%)	223.18	199.56	195.94	189.23
速动比率(%)	57.90	62.12	62.80	62.87
经营现金流动负债比(%)	1.82	23.84	10.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.03	17.35	15.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	0.81	1.19	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.已将拆入资金和其他流动负债中有息部分调入短期债务，将长期应付款调入长期债务核算；4.已将应付债券中一年内到期部分自长期债务调整至短期债务核算。

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

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

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据+存放同业款项+结算备付金
 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
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 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。