

信用评级公告

联合〔2021〕3467号

联合资信评估股份有限公司通过对珠海华发综合发展有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持珠海华发综合发展有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 华综 01”“G18 华综 1”“G19 华综 1”“20 华综 Y1”“20 华综 Y2”“20 华综 Y3”和“20 华综 Y4”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月七日

珠海华发综合发展有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
担保方	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华综 Y4	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华综 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
G18 华综 1	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华综 Y2	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华综 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华综 Y3	AAA	稳定	AAA	稳定
G19 华综 1	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 华综 Y4	10 亿元	10 亿元	2021/12/07
20 华综 Y1	10 亿元	10 亿元	2023/03/16
G18 华综 1	10 亿元	8.97 亿元	2023/03/30
20 华综 Y2	10 亿元	10 亿元	2023/08/03
18 华综 01	20 亿元	20 亿元	2023/08/17
20 华综 Y3	6 亿元	6 亿元	2023/09/28
G19 华综 1	5 亿元	5 亿元	2024/12/04

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“20 华综 Y1”“20 华综 Y2”“20 华综 Y3”及“20 华综 Y4”为可续期债券，到期兑付日为首个赎回日

跟踪评级时间：2021 年 6 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）作为珠海市集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的大型综合性公司，在珠海市竞争优势显著，外部发展环境良好。跟踪期内，公司获得股东货币增资，但债务规模大幅增长，利润有所下降。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存在集中兑付压力、大宗商品批发业务存在单一货种依赖风险和城市运营业务存在资本支出压力等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

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，珠海市将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用，公司面临良好的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。

“18华综01”“G18华综1”和“G19华综1”由珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，华发集团的担保对于“18华综01”“G18华综1”和“G19华综1”的还本付息具有积极影响。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“18华综01”“G18华综1”“G19华综1”“20华综Y1”“20华综Y2”“20华综Y3”和“20华综Y4”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司发展外部环境良好。珠海市经济水平和财政实力持续增强，享有独特的政策优势；随着粤港澳大湾区正式列入国家经济发展战略，港珠澳大桥的开通以及深珠城际的建设，珠海市面临重要的发展机遇。
2. 获得股东支持。2020 年，公司股东华发集团以货币形式向公司增资 120 亿元。
3. 土地资产增值空间大。公司土地储备规模

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评价结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域 风险	1
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师：

刘亚利 登记编号（R0150220120059）

韩晓昱 登记编号（R0150220120023）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

较大，近年来珠海市土地价格增长较快，未来增值空间大。

- 担保措施设置。华发集团的担保对“18华综01”“G18华综1”和“G19华综1”的信用水平具有积极影响。

关注

- 大宗商品批发业务存在单一货种依赖风险。公司贸易业务规模较大，但业务毛利率水平低，且有色金属贸易规模占比很高，2020 年为 89.31%。
- 城市运营业务存在较大的资本支出压力。截至 2021 年 3 月底，公司在建土地一级开发项目和经营性项目未来分别尚需投资 93.44 亿元和 371.60 亿元。
- 存在集中兑付压力。公司将于 2021 年 4—10 月和 2023 年到期的债务本金分别为 120.14 亿元和 100.61 亿元。
- 债务规模大幅增长，利润有所下降。2020 年底，公司全部债务 387.27 亿元，较 2019 年底增长 42.03%；2020 年，公司实现利润总额 10.06 亿元，同比下降 58.33%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	259.95	198.44	268.93	268.80
资产总额(亿元)	785.55	829.86	1096.31	1120.94
所有者权益(亿元)	430.61	488.89	577.92	585.14
短期债务(亿元)	130.75	113.29	191.57	163.86
长期债务(亿元)	151.42	159.38	195.70	218.67
全部债务(亿元)	282.17	272.68	387.27	382.53
营业收入(亿元)	197.83	304.49	419.32	157.79
利润总额(亿元)	26.78	24.14	10.06	10.67
EBITDA(亿元)	41.18	36.86	23.21	--
经营性净现金流(亿元)	-7.33	-55.34	14.04	22.06
现金收入比(%)	107.44	98.40	121.62	118.24
营业利润率(%)	17.79	11.32	2.70	6.19
净资产收益率(%)	4.96	3.31	1.49	--
资产负债率(%)	45.18	41.09	47.29	47.80
全部债务资本化比率(%)	39.59	35.80	40.12	39.53
流动比率(%)	292.43	315.52	238.84	249.66
速动比率(%)	174.35	157.83	126.68	133.21
经营现金流负债比(%)	-3.73	-31.34	4.42	--
现金短期债务比(倍)	1.99	1.75	1.40	1.64
全部债务/EBITDA(倍)	6.85	7.40	16.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	2.23	1.30	--
公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	416.47	481.07	581.78	540.03
所有者权益(亿元)	221.52	273.55	376.80	378.85
全部债务(亿元)	191.33	159.35	202.51	144.02
营业收入(亿元)	1.83	3.27	5.17	0.90
利润总额(亿元)	12.92	19.95	25.46	2.75
资产负债率(%)	46.81	43.14	35.23	29.85
全部债务资本化比率(%)	46.34	36.81	34.96	27.54
流动比率(%)	373.71	385.14	345.48	472.51
经营现金流负债比(%)	-7.80	18.98	13.45	--

注：2021 年第一季度财务数据未经审计；已将其他流动负债中短期融资券调整至短期债务计算

评级历史：

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 华综 Y4	AAA	AAA	稳定	2020.11.26	王金磊、崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
20 华综 Y3	AAA	AAA	稳定	2020.09.17	王金磊、崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
16 珠海华发 MTN002 16 珠海华发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020.07.03	许狄龙、唐嵩	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
20 华综 Y2	AAA	AAA	稳定	2020.07.02	王金磊、崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
18 华综 01 G18 华综 1 G19 华综 1 20 华综 Y1	AAA	AAA	稳定	2020.06.22	王金磊、李乃鹏	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
G19 华综 1	AAA	AAA	稳定	2019.11.18	王金磊、李乃鹏	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
20 华综 Y1	AAA	AAA	稳定	2019.10.08	王金磊、李乃鹏	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
16 珠海华发 MTN002 16 珠海华发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019.07.24	赵传第、许狄龙	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016 年)	阅读全文
G18 华综 1	AAA	AAA	稳定	2019.06.20	王金磊、杨廷芳	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
18 华综 01	AAA	AAA	稳定	2019.06.20	王金磊、杨廷芳	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
G18 华综 1	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018.03.20	叶维武、杨婷	城投企业主体信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
18 华综 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2017.12.27	杨婷、刘亚利	工商企业信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
16 珠海华发 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2016.10.21	刘珺轩、刘博	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015 年)	阅读全文
16 珠海华发 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2016.07.19	刘珺轩、刘博	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015 年)	阅读全文

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

声 明

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

二、除因本次评级事项联合资信构成委托关系外，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、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有限公司（以下简称“联合赤道”）为珠海华发综合发展有限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。

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

五、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。

六、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

分析师：



联合资信评估股份有限公司

珠海华发综合发展有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

2020年8月，农银金融资产投资有限公司、中银金融资产投资有限公司及上海信银海丝投资管理有限公司分别向公司增资0.15亿元、0.15亿元及0.07亿元，公司注册资本增至12.40亿元；2020年12月，经珠国资〔2020〕434号文件，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”）批准珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）以货币形式向公司增资120.00亿元，其中1.71亿元计入“实收资本”，剩余部分计入“资本公积”，截至评级报告出具日本次股权变更暂未完成工商登记。截至2021年3月底，公司实收资本14.11亿元，华发集团直接和间接持有公司82.97%股权，系公司控股股东；珠海市国资委系华发集团唯一股东，是公司的实际控制人（详见附件1-1）。

截至2021年3月底，公司业务以城市运营、商贸物流和现代服务三大板块为主；本部设运营管理部、行政人事部、财务管理部、资金管理部和董事会办公室共5个部门（详见附件1-2）；拥有纳入合并范围的一级子公司共6家（详见附件1-3）。

截至2020年底，公司资产总额1096.31亿元，所有者权益577.92亿元（其中少数股东权益50.99亿元）；2020年，公司实现营业收入419.32亿元，利润总额10.06亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额1120.94亿元，所有者权益585.14亿元（其中少数股东权益51.25亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入157.79亿元，利润总额10.67亿元。

公司注册地址：珠海市拱北联安路15号丽景花园29栋1楼102室；法定代表人：许继莉。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券9只，债券余额合计111.97亿元，详情见表1。其中，“16珠海华发MTN001”“16珠海华发MTN002”“20华综Y1”“20华综Y2”“20华综Y3”和“20华综Y4”为可续期债券，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。跟踪期内，“20华综Y2”“20华综Y3”和“20华综Y4”尚未到付息日，其余由联合资信所评存续债券均已按时足额支付跟踪期内的利息。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
16珠海华发MTN001	20.00	2016/09/28	5+N	3.95
16珠海华发MTN002	22.00	2016/12/05	5+N	4.90
G18华综1	8.97	2018/03/30	3+2	5.27
18华综01	20.00	2018/08/17	3+2	4.68
G19华综1	5.00	2019/12/04	5	4.17
20华综Y1	10.00	2020/03/16	3+N	3.54
20华综Y2	10.00	2020/08/03	3+N	4.18
20华综Y3	6.00	2020/09/28	3+N	4.79
20华综Y4	10.00	2020/12/07	1+N	4.55
合计	111.97	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“G18华综1”募集资金用于横琴国际金融中心大厦和金湾航空城中心滨河景观及湿地公园项目，截至2021年3月底募集资金已按约定使用3.00亿元；剩余债券募集资金均用于偿还本息债务和补充营运资金，截至2021年3月

底募集资金均按计划使用，横琴国际金融中心大厦的项目已完工，金湾航空城中心滨河景观及湿地公园项目正在建设中。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，

全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

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

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

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

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

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%¹，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产

业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

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

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

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61

万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

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

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

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固

本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

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

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

五、行业与区域环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行

效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》

(财预〔2014〕351号),对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理,并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来,国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理,建立了地方政府举债融资机制,要求坚决遏制隐性债务增量,并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年,国内经济下行压力加大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时,政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来,受新冠肺炎疫情影响,基建投资托底经济的作用再次凸显,国家及时出台一系列政策,适度加大基建逆周期调节的力度,明确基础设施建设投资重点方向,为城投企业提供了一定的项目储备空间,同时为基础设施项目建设提供较大资金支持,城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看,2020年3月,中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月,中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度,发挥基建的稳增长作用。2020年6月,发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》,明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设,抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项,大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月,国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》,工作

目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面,2020年4月,中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债券,提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容,同时发行节奏加快,新增地方政府专项债3.75万亿,积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目,且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调,有助于保障地方重大项目资本金来源,缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出,支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式,运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制,宏观经济有序恢复,抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作,强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月,中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作,处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月,财政部提出保持高压监管态势,将严禁新增隐性债务作为红线、高压线,坚决遏制隐性债务增量。2021年4月,国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》,再次强调化解地方政府隐性债务的重要性,坚守底线思维,把防风险放在更加突出的位置。同时,重申清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,健全市场化、法治化的债务违约处置机制,坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设,抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设,加快开展南水北调后续工程前期工作,适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务,应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会	发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债券,提高资金使用效率,真正发

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
月	局	议	挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资

压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

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

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，享有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九州、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔和跨境工业区共 8 个国家一类口岸。《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连接的唯一城市，以及粤港澳大湾区重要的节点城市，迎来重大发展机遇，将在粤港澳的深度合作中扮演更为重要的角色，对外开放也将迎来新高度。2019 年 5 月，深珠城

轨正式获得中国铁路总公司、广东省人民政府批复。在粤港澳大湾区协同发展的大背景下，深珠通道建设与广深港高铁香港段开通、港珠澳大桥正式通车以及广珠城轨横琴段即将通车，珠海市将形成粤港澳大湾区 1 小时城际交通网络圈，未来发展前景较好。

根据《2020 年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年珠海市全年实现地区生产总值（GDP）3481.9 亿元，同比增长 3.0%。分产业看，2020 年珠海市第一产业增加值 60.0 亿元，增长 1.6%，对地区生产总值增长的贡献率为 0.9%；第二产业增加值 1510.9 亿元，增长 1.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 29.4%；第三产业增加值 1911.1 亿元，增长 4.1%，对地区生产总值增长的贡献率为 69.7%。三次产业的比例为 1.7:43.4:54.9。

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

2020 年，珠海市实现一般公共预算收入 379.1 亿元，同比增长 10.1%。其中税收收入 296.7 亿元，增长 4.5%，占一般公共预算收入的比重为 78.3%，收入质量较好。同期，珠海市一般公共预算支出 677.6 亿元，增长 10.0%；珠海市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 55.95%，自给率一般。2020 年，珠海市实现政府性基金收入 563.8 亿元，同比增长 30.0%。

六、基础素质分析

公司经营定位较明确，在珠海市区内竞争优势显著；跟踪期内，公司获得华发集团注资，资本实力有所增强。

经过多年的发展，公司已形成了集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块为主的业务

结构，其中城市运营板块由子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城运”）及其下属子公司等负责，商贸物流板块由子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）及其下属子公司负责，现代服务板块由子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司（以下简称“华发现代服务”）负责。

2020 年，根据珠国资〔2020〕434 号文件，华发集团以货币形式向公司增资 120.00 亿元，其中 1.71 亿元计入“实收资本”，剩余部分计入“资本公积”。

根据中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：9144040005072957XX），截至 2021 年 5 月 7 日，公司本部无不良信贷记录。

根据中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：91440400584696645U），截至 2021 年 5 月 7 日，华发城运本部无不良信贷记录。

根据中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：91440400562558444R），截至 2021 年 5 月 7 日，华发现代服务本部无不良信贷记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司为珠海市大型的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合性公司，跟踪期内营业收入规模增长较快，但综合毛利率快速下降。

2020 年，公司营业收入同比增长 37.71%。其中，土地一级开发收入同比下降 43.42%，主要系土地出让宗数和面积下降导致；大宗商品批发收入同比增长 57.27%，主要系有色金属销售额大幅增长所致；其他业务收入占比较小，对公司整体收入规模影响不大。

2020 年，公司综合毛利率同比下降 8.67 个百分点，主要系业务毛利率低的大宗商品批发收入占比提升导致。其中，土地一级开发业务毛利率同比下降 26.84 个百分点，主要系不同地块土地增值收益返还比例不同；大宗商品批

发业务毛利率维持低水平，但整体较为稳定。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 157.79 亿元，同比增长 93.83%，主要来自大宗商品批发收入增长和新增房产销售收入；综合毛利率为 8.67%。

表 4 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	48.73	24.63	59.18	44.57	14.64	69.22	25.21	6.01	42.39
大宗商品批发	126.55	63.97	0.49	243.98	80.13	0.38	383.71	91.51	0.31
汽车销售	4.58	2.32	9.28	4.29	1.41	7.32	2.90	0.69	6.78
会展和酒店经营	3.84	1.94	8.29	3.45	1.13	7.89	1.52	0.36	-163.87
资产租赁	0.97	0.49	38.26	0.75	0.25	6.74	0.98	0.23	3.39
物业服务	7.34	3.71	34.61	2.80	0.92	22.66	0.00	0.00	0.00
其他业务	5.82	2.94	52.41	4.65	1.53	48.74	4.99	1.19	53.27
合计	197.83	100.00	18.28	304.49	100.01	11.60	419.32	100.00	2.92

注：合计尾差系四舍五入导致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）城市运营

城市运营板块为公司的核心业务，以土地一级开发和经营性项目开发为主，未来投资规模大，存在较大的资本支出压力；随着土地一级开发项目逐渐完成，未来收入实现将依赖经营性项目的出售和出租。此外，公司土地储备规模较大，区位优势，未来增值空间大。

公司城市运营板块主要分为土地一级开发业务、经营性项目开发业务和项目代建业务等。

土地一级开发

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

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、斗门一河两岸项目和珠海北站 TOD 项目。针对上述项目，华发集团分别与珠海市财政局、珠海金湾区人民政府、珠海市保税区

管理委员会、珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会、珠海市富山工业园管理委员会和珠海市斗门区人民政府等签订土地一级开发协议/合作开发协议，公司负责上述 7 个珠海核心区域的土地一级开发、市政基础设施建设等任务，资金自行筹集。资金平衡方面，目前采用两种模式，第一种为委托方将开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入（扣除相关税费后）等资金按一定比例返还给公司；第二种为项目开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入在扣除应上缴费用并优先偿还公司所支付的土地一级开发成本后，公司可获得土地增值收益的一定比例作为土地一级开发收益。

2020 年，公司土地一级开发收入同比下降 43.42%，主要系土地出让宗数和面积下降导致；土地一级开发业务获得回款 13.86 亿元，回款情况较差；2020 年底，公司分别应收珠海市富山工业园管理委员会、珠海金湾区财政局和珠海高新技术产业开发区发展改革和财政局业务款 20.10 亿元、19.54 亿元和 8.55 亿元。

表 5 公司运营土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元、%）

项目	十字门中央商务区			金湾航空新城			保税区二期			高新区北围		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
土地出让数量	5	0	0	2	7	4	2	1	1	1	3	0
出让面积	34.96	0.00	0.00	26.81	87.10	33.92	23.87	3.08	19.02	3.60	14.00	0.00
分成收入	12.00	0.00	0.00	5.48	25.58	1.54	2.14	0.29	3.08	7.76	4.00	0.00
结转开发成本	2.00	0.00	0.00	1.62	2.94	1.02	0.96	0.22	1.36	3.94	2.03	0.00
开发收益	10.00	0.00	0.00	3.86	22.64	0.52	1.18	0.07	1.72	3.82	1.97	0.00
毛利率	83.33	0.00	0.00	70.44	88.51	33.77	55.14	24.14	55.84	49.23	49.25	0.00

项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
土地出让数量	8	4	4	1	0	1	5	1	0
出让面积	32.65	23.61	52.94	4.17	0.00	9.44	83.62	18.41	0.00
分成收入	9.33	5.53	8.20	2.39	0.62	5.64	9.65	8.54	6.75
结转开发成本	0.00	0.00	0.00	2.39	0.62	5.64	8.96	7.91	6.51
开发收益	9.33	5.53	8.20	0.00	0.00	0.00	0.69	0.63	0.24
毛利率	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00	7.15	7.38	3.56

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建土地一级开发项目情况如下表所示，未来尚需投资 93.44 亿元，存在较大的资本支出压力。

表 6 截至 2021 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	总投资	已投资
十字门中央商务区	5.77	81.60	74.42
金湾航空新城	3.80	35.00	30.77
保税区二期	2.30	25.09	7.75
高新区北围	4.96	59.33	26.44
富山产业新城	2.52	60.00	48.63
斗门一河两岸	10.00	20.00	10.52
珠海北站 TOD	1.46	17.50	6.55
合计	30.81	298.52	205.08

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：公司提供

经营性项目开发

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

截至 2021 年 3 月底，公司在售经营性项目包括珠海中心、横琴国际金融中心、总部基地蓝湾智岛（二期）和十字门琴澳新城（北九），累计销售面积 31.81 万平方米，累计销售金额 102.65 亿元；2021 年一季度，公司实现房产销售收入 40.54 亿元，业务毛利率为 32.87%。

表 7 截至 2021 年 3 月底公司经营性项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	已完成投资	可供出售面积	已销售面积	已销售金额	累计确认收入
珠海中心	7.91	16.05	7.76	7.76	24.93	24.02
横琴国际金融中心	13.55	28.30	12.59	5.13	16.94	16.24
总部基地蓝湾智岛（二期）	5.30	5.27	4.39	0.32	0.74	0.28
十字门琴澳新城（北九）	84.21	63.07	74.43	18.60	60.04	0.00
合计	110.97	112.69	99.17	31.81	102.65	40.54

资料来源：公司提供

此外，公司将部分经营性项目对外出租，2020 年实现资产租赁收入 0.98 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建经营性项目情况如下表所示，未来尚需投资 371.60 亿元，存在资本支出压力。

表 8 截至 2021 年 3 月底公司主要在建经营性项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总投资	已投资
会展商务组团（二期）	42.00	21.64
高新北围智谷圆芯	17.63	9.67
圣博立科创园	6.20	3.48
富山智选小镇生活中心	23.68	10.41
富山科创中心	11.10	2.84
富山产业服务中心	5.33	4.31
工人文化宫	55.00	31.21
十字门琴澳新城（北九）	219.80	63.07
北山区域城市更新	151.00	13.51
合计	531.74	160.14

注：部分项目计划总投资规模随项目进展有调整
资料来源：公司提供

项目代建

珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金公司”）接受珠海联港投资控股有限公司（珠海市金湾区国有企业）和珠海航展有限公司（珠海市属航空产业园国有企业）的委托，承接金湾航空城产业服务中心和珠海航展中心配套服务设施提升项目的代建；华金公司负责项目的组织实施、建设指挥及项目资金的筹措，项目建成后移交，委托方向公司支付项目建设成本及代建管理费（项目建设成本的一定比例）。

截至 2021 年 3 月底，上述项目已建设完毕并移交，累计完成投资 10.74 亿元；2021 年一季度，华金公司确认上述项目代建收入 9.18 亿元，已收到回款 10.00 亿元（含税）。

土地储备

除一级土地开发外，截至 2021 年 3 月底，公司通过招拍挂的形式取得了位于十字门中央商务区、横琴新区、保税区、高新区、富山、阳江等区域的 46 宗土地使用权，占地面积合计 188.74 万平方米、计容建筑面积 499.05 万平方米，账面价值 180.36 亿元，土地性质包括住宅、

商业和公寓

（2）商贸物流

公司大宗商品批发业务规模很大，但业务毛利率维持在低水平；其中有色金属占比很高，存在单一货种依赖风险；汽车销售收入占比较小，对收入影响不大。

公司商贸物流板块主要包括大宗商品批发业务和汽车销售业务。

大宗商品批发

跟踪期内，公司大宗商品批发业务贸易模式和上下游结算方式等均未发生变化。

2020 年，公司持续扩大有色金属贸易规模，收入占大宗商品批发收入的比重为 89.31%，为大宗商品批发收入最重要的来源，但存在单一货种依赖风险；此外，2020 年有色金属贸易出现亏损。同期，公司实现大宗商品批发收入同比增长 57.27%，业务毛利率维持在低水平。

2020 年，公司前五大供货商采购金额占比 50.88%，集中度较上年有所下降（2019 年为 60.60%）；同期，公司前五大销售商销售金额占比合计 29.66%，集中度较上年有所下降（2019 年为 37.81%）。

汽车销售

公司汽车销售业务由华发商贸下属子公司珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）负责，跟踪期内华发汽车下辖门店数量和代理品牌均未发生变化。2020 年，公司实现汽车销售收入同比下降 32.31%，主要系乘用车需求趋于饱和导致华发汽车乘用车销量逐年下降。

（3）现代服务

公司现代服务业务规模收入有所下降，但整体规模不大，对公司整体收入影响有限。

华发现代服务会展业务主要由子公司珠海华发国际会展管理有限公司负责，酒店业务主要由子公司珠海华发国际酒店管理有限公司负责。华发现代服务会展和酒店业务集中于珠海国际会展中心；珠海国际会展中心包括会议中心、展览中心和配套酒店；酒店部分包括珠海华发行政公寓、喜来登酒店和瑞吉酒店。2020

年，公司实现会展和酒店经营收入同比下降 56.07%，主要系受新冠肺炎疫情影响。

3. 未来发展

根据华发集团总体战略目标，公司系华发集团三大产业集群中城市产业集群的重要载体与核心实施平台。公司全面参与珠海产业、交通、城市建设，提升珠海市城市功能和产业基础。围绕城市片区开发运营、产业园区开发及招商运营、公共服务设施建设运营、城市更新、城市配套设施建设运营等五大业务，实现存量业务挖潜增效、增量业务积极拓展，提升产业发展与资产运营两大核心能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 6 家。2020 年，公司合并范围减少子公司 1 家，系转让持有的子公司珠海华熠开发建设有限公司全部股权；2021 年一季度，公司合并范围增加子公司 1 家，系新设珠海华发城市研究院有限公司。2021 年 1 月 1 日起，公司执行财政部修订的《企业会计准则第 14 号—收入》《企业会计准则第 21 号—租赁》《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》，新增“合同资产”“合同负债”“使用权资产”“租赁负债”等会计科目。总体看，上述事项对公司财务数据可比性影响小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，账面资金充裕，但项目开发形成的存货规模较大，且应收账款对资金产生较大规模的占用。公司资产流动性尚可，整体资产质量较高。

2020 年底，公司资产总额较上年底增长 32.11%，资产结构仍以流动资产为主。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	557.12	67.13	758.90	69.22	778.00	69.41
货币资金	188.79	22.75	266.30	24.29	258.37	23.05
应收账款	49.77	6.00	59.03	5.38	31.00	2.77
存货	278.43	33.55	356.38	32.51	362.87	32.37
非流动资产	272.74	32.87	337.41	30.78	342.94	30.59
长期股权投资	154.33	18.60	207.58	18.93	238.96	21.32
固定资产	69.57	8.38	73.46	6.70	72.91	6.50
资产总额	829.86	100.00	1096.31	100.00	1120.94	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020 年底，公司流动资产较上年底增长 36.22%。其中，货币资金较上年底增长 41.05%，主要通过筹资活动取得；应收账款较上年底增长 18.60%，主要系珠海市富山工业园管理委员会和珠海市金湾区财政局欠款增长所致，占应收账款账面余额的比重分别为 33.65% 和

32.71%，上述款项回收风险不大，但对公司资金占用明显；存货较上年底增长 28.00%，主要来自开发成本的增加，系工人文化宫综合体和高新唐家总部基地等项目持续投入所致。

2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 23.71%。其中，长期股权投资较上年底增长

34.50%，主要系对华发投控增资 21.13 亿元和对珠海市海川地产有限公司增资 29.70 亿元；固定资产较上年底增长 5.60%，主要系富山工业园产业服务中心一期项目及西藏华昇产业园项目完工转固。

2021年3月底，公司资产总额较上年底小幅增长2.25%，资产构成较上年底变化不大，但部分科目有所变化。其中，应收账款较上年底减少28.03亿元，新增合同资产28.34亿元，主要系执行新准则后会计科目调整；长期股权投资较上年底增加31.38亿元，系追加对华发投控及海川地产投资；投资性房地产减少18.44亿元，系出售部分持有的物业资产。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月底，公司受限资产为 136.49 亿元，受限比率为 12.18%。其中，受限存货、受限货币资金和受限固定资产分别为 79.46 亿元、38.89 亿元和 18.15 亿元。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

跟踪期内，受益于华发集团注资，公司所有者权益有所增长，权益稳定性尚可。

2020 年底，公司所有者权益较上年底增长 18.21%。其中，实收资本较上年底增长 13.77%；其他权益工具较上年底下降 9.06%，主要系偿还到期权益性金融工具；资本公积较上年底增长 37.11%，主要系华发集团向公司注资所致。

2021 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构均较上年底变化不大。

负债

跟踪期内，公司债务规模大幅增长，整体债务负担一般，但 2021 年和 2023 年存在集中兑付压力。

2020 年底，公司负债总额较上年底增长 52.03%，主要来自流动负债的增加；负债结构以流动负债为主。

表 10 公司主要所有者权益和负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	176.57	51.78	317.75	61.30	311.63	58.16
短期借款	78.49	23.02	133.46	25.75	139.61	26.06
预收款项	4.91	1.44	62.57	12.07	0.64	0.12
其他应付款	43.74	12.83	28.31	5.46	73.38	13.70
一年内到期的非流动负债	27.22	7.98	58.11	11.21	24.25	4.53
非流动负债	164.40	48.22	200.64	38.70	224.17	41.84
长期借款	84.66	24.83	160.78	31.02	183.99	34.34
应付债券	74.72	21.91	34.92	6.74	34.67	6.47
负债总额	340.97	100.00	518.39	100.00	535.79	100.00
实收资本	12.40	2.54	14.11	2.44	14.11	2.41
其他权益工具	107.69	22.03	97.93	16.95	99.03	16.92
资本公积	297.18	60.79	407.46	70.50	407.54	69.65
所有者权益	488.89	100.00	577.92	100.00	585.14	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020 年底，公司流动负债较上年底增长 79.95%。其中，短期借款较上年底增长 70.04%，主要由抵押借款（占 29.23%）、保证借款（占 30.58%）和信用借款（占 32.70%）构成；预收款项较上年底增加 57.66 亿元，主要系预收售

房款增加；其他应付款较上年底下降 35.28%，主要系与华发集团往来款减少；一年内到期的非流动负债较上年底增长 113.47%。

2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 22.04%。其中，长期借款较上年底增长 89.92%，

长期借款（含一年内到期部分）主要由保证借款（占 79.85%）构成；应付债券较上年底下降 53.27%，主要系一年内到期转入流动负债所致。

2020 年底，公司全部债务较上年底增长 42.03%；从构成看，短期债务占比 49.47%，长期债务占比 50.53%，短期债务占比较高，债务结构有待改善。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较上年底分别提升 6.20 个、4.32 个和 0.71 个百分点。

表 11 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	113.29	191.57	163.86
长期债务	159.38	195.70	218.67
全部债务	272.68	387.27	382.53
长期债务资本化比率	24.59	25.30	27.20
全部债务资本化比率	35.80	40.12	39.53
资产负债率	41.09	47.29	47.80

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 3 月底，公司负债总额较上年底小幅增长 3.36%，非流动负债占比有所提升。其中，预收款项较上年底下降 98.97%，新增合同负债 42.53 亿元，系执行新准则后会计科目调整及部分预收售房款结转收入；其他应付款较上年底增加 45.07 亿元，系与华发集团往来款增加；一年内到期的非流动负债较上年底下降 58.27%；长期借款较上年底增长 14.44%。

2021 年 3 月底，公司全部债务较上年底变化不大，短期债务占比下降至 42.84%；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分别变化 0.51 个、-0.59 个和 1.90 个百分点。公司将于 2021 年 4—10 月、2022 年和 2023 年到期的债务本金分别为 120.14 亿元、69.71 亿元和 100.61 亿元，其中 2021 年和 2023 年存在集中兑付压力。

如将永续债调入长期债务，2021 年 3 月底公司全部债务（调整后）增至 481.57 亿元，公司资产负债率（调整后）、全部债务资本化比率（调整后）和长期债务资本化比率（调整后）分别为 56.63%、49.77%和 39.52%，较调整前

分别提升 8.83 个、10.24 个和 12.32 个百分点，公司债务负担明显加重。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入增长较快，但营业利润率有所下降，投资收益对利润贡献较大。

2020 年，公司营业收入和营业成本同比分别增长 37.71%和 51.22%，主要来自大宗商品批发业务规模的提升；受营业成本增幅高于营业收入影响，公司营业利润率同比下降 8.62 个百分点。

2020 年，公司期间费用同比下降 12.04%，主要来自管理费用和财务费用的减少；期间费用率同比下降 1.73 个百分点。

2020 年，公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益，同比增加 6.86 亿元，其中来自华发投控、珠海十字门城建有限公司和珠海华发集团财务有限公司的投资收益分别为 5.16 亿元、3.35 亿元和 2.00 亿元；同期，公司利润总额同比下降 58.33%，主要系业务获利能力下降导致；2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 1.45 个和 1.82 个百分点。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	304.49	419.32	157.79
营业成本	269.17	407.05	144.10
期间费用	14.51	12.76	2.56
投资收益	4.64	11.50	3.11
利润总额	24.14	10.06	10.67
营业利润率	11.32	2.70	6.19
期间费用率	4.77	3.04	1.63
总资本收益率	3.39	1.94	--
净资产收益率	3.31	1.49	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 1—3 月，公司营业收入同比增长 93.83%，主要系大宗商品批发收入和房产销售收入增长所致；营业利润率同比变化不大，利润总额同比增加 5.86 亿元。

5. 现金流

受预收售房款影响，公司经营活动现金净流量由负转正，但随着购买土地资产和追加对联营子公司投资，投资活动净流出大幅增加，资金主要依赖外部融资和股东注资；考虑到建设项目资金需求较大，存在较大的筹资压力。

从经营活动来看，2020 年公司经营活动现金流入量同比增长 66.40%，主要系营业收入上升带动回款增长所致；经营活动现金流出同比增长 37.48%，主要系大宗商品批发业务采购商品以及土地一级开发业务投入增长所致；经营活动现金流由负转正。2020 年，公司收入实现质量较好，现金收入比同比提升 23.22 个百分点，主要系预收售房款导致。

从投资活动来看，2020 年公司投资活动现金流入量规模较小，投资活动现金流出量同比增长 72.16%，主要系购买土地资产和对联营子公司增资导致；投资活动现金净流出规模持续扩大，同比增加 85.44 亿元。

从筹资活动来看，2020 年公司筹资活动现金流入量同比增长 70.69%，主要系华发集团向公司注资和对外融资；筹资活动现金流出量同比增长 11.66%，主要系偿还债务本息；筹资活动现金净流量同比增加 168.88 亿元，资金来源依赖对外融资和股东注资。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入量	311.62	518.54	191.99
经营活动现金流出量	366.96	504.51	169.92
经营活动现金净流量	-55.34	14.04	22.06
投资活动现金流入量	39.28	3.73	2.38
投资活动现金流出量	69.13	119.01	29.18
投资活动现金净流量	-29.84	-115.28	-26.80
筹资活动现金流入量	284.77	486.08	135.73
筹资活动现金流出量	278.17	310.60	152.21
筹资活动现金净流量	6.60	175.48	-16.48
现金收入比	98.40	121.62	118.24

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 1—3 月，公司收入实现质量维持在较高水平，经营活动现金流净流量由上年的净流出转为净流入，投资活动现金流同比变化不大，筹资活动现金净流量由上年的净流入转为净流出。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力很强，长期偿债能力一般，间接融资渠道畅通，考虑到公司在珠海市竞争优势显著，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2020 年底受流动负债增加影响，公司流动比率和速动比率较上年底分别下降 76.68 个和 31.15 个百分点；2021 年 3 月底，上述指标有所回升，较上年底提高 10.82 个和 6.53 个百分点。2021 年 3 月底，公司现金短期债务比为 1.64 倍，短期偿债能力指标很强。

表 14 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	315.52	238.84	249.66
速动比率	157.83	126.68	133.21
现金短期债务比	1.75	1.40	1.64
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	2.23	2.30	--
全部债务/EBITDA	7.40	16.68	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从长期偿债能力指标看，2020 年公司 EBITDA 为 23.21 亿元，同比下降 37.02%；全部债务/EBITDA 大幅提升至 16.68 倍，EBITDA 利息倍数下降至 2.30 倍。总体看，公司长期债务偿债能力指标一般。

截至 2021 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度 511.30 亿元，剩余授信额度 322.46 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 48.50 亿元，担保比率为 8.29%，主要系为华发集团和华发投控提供的担保，被担保方经营状况良好，公司或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司，母公司对于子公司管控力度较强。母公司收入规模较小，利润主要依靠投资收益。若将永续债计入全部债务，母公司债务负担较重。

公司主营业务主要由各子公司具体运营，母公司对子公司管控力度较强。

2020 年底，母公司资产总额 581.78 亿元，较上年底增长 20.93%，主要系追加对华发投控等公司投资和对外筹资导致货币资金增加所致。母公司资产中流动资产占比为 62.57%，非流动资产占比为 37.43%，以流动资产为主。2020 年底，母公司货币资金为 107.26 亿元。2020 年底，母公司负债总额 204.98 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占比为 51.40%，非流动负债占比为 48.60%。母公司全部债务 202.51 亿元，其中短期债务 102.89 亿元。

母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 35.23% 和 34.96%，较上年底减少 7.91 个和 1.85 个百分点；如将永续债调入长期债务，2020 年底资产负债率（调整后）和全部债务资本化比率（调整后）分别为 52.07% 和 51.86%，较调整前分别提升 16.84 个和 16.90 个百分点，债务负担明显加重。

2020 年底，母公司所有者权益为 376.80 亿元，较上年底增长 37.74%，主要系华发集团向公司增资导致。

2020 年，母公司营业收入 5.17 亿元，投资收益 20.09 亿元，利润总额 25.46 亿元。

2021 年 3 月底，母公司资产总额 540.03 亿元，所有者权益 378.85 亿元；2021 年 1—3 月，母公司营业收入 0.90 亿元，利润总额 2.75 亿元。

十、存续期债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，公司存续期内债券余额合计 111.97 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及 EBITDA 分别为存续期内债券余额合计的 4.63 倍、0.13 倍和 0.21 倍。公司经营活动现金流入

量对存续期内债券余额合计的保障能力强。

从存续债券的到期日或赎回日来看，假设公司可续期公司债券和附赎回权债券均行使相关权力，2021 年公司偿债金额为 80.97 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及 EBITDA 分别为未来公司单年最高偿债金额的 6.40 倍、0.17 倍和 0.29 倍。公司经营活动现金流入量对 2021 年偿债金额的保障能力强。

十一、担保方信用分析

华发集团为“18 华综 01”“G18 华综 1”和“G19 华综 1”提供本息全额无条件不可撤销的连带责任担保。

华发集团隶属于珠海市国资委，为国有资产授权经营单位。截至 2021 年 3 月底，华发集团注册资本为 11.20 亿元，珠海市国资委为华发集团唯一股东及实际控制人。

华发集团已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局，是珠海市市属龙头企业，其城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务板块居珠海市第一位。

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

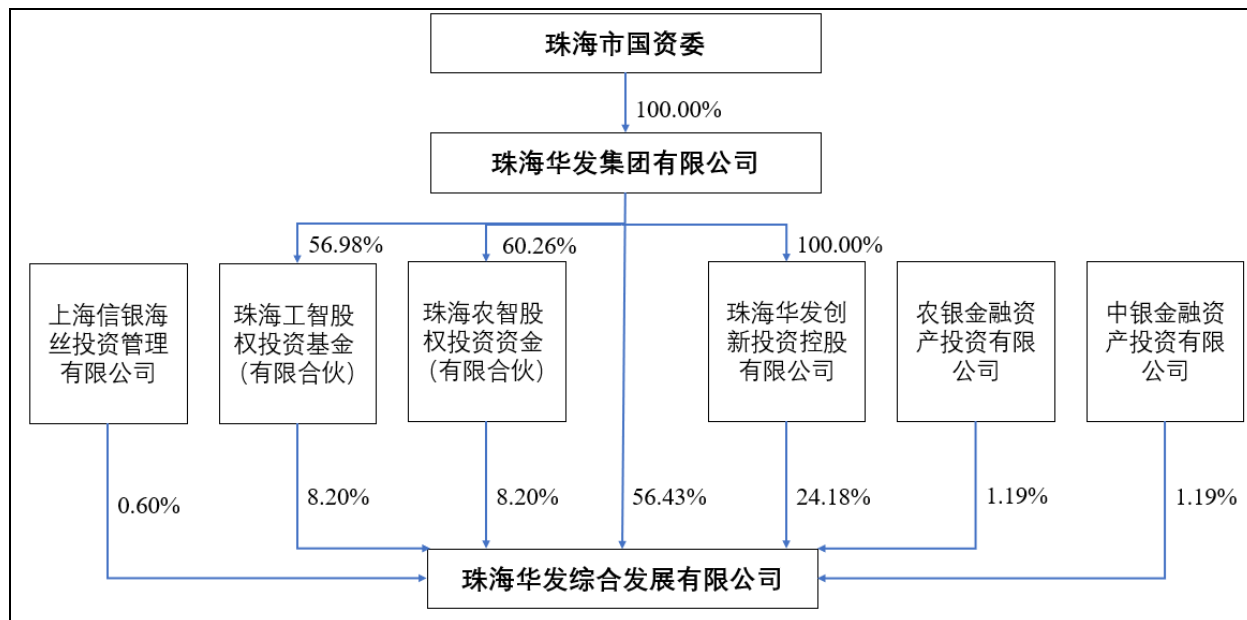
截至 2021 年 3 月底，华发集团资产总额 5189.81 亿元，所有者权益 1365.33 亿元（其中少数股东权益 825.00 亿元）；2021 年 1—3 月，华发集团实现营业收入 267.36 亿元，利润总额 20.81 亿元。

联合资信评定华发集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定（担保方信用评级报告详见附件 5）；华发集团的担保对于“18 华综 01”“G18 华综 1”和“G19 华综 1”的还本付息具有积极影响。

十二、结论

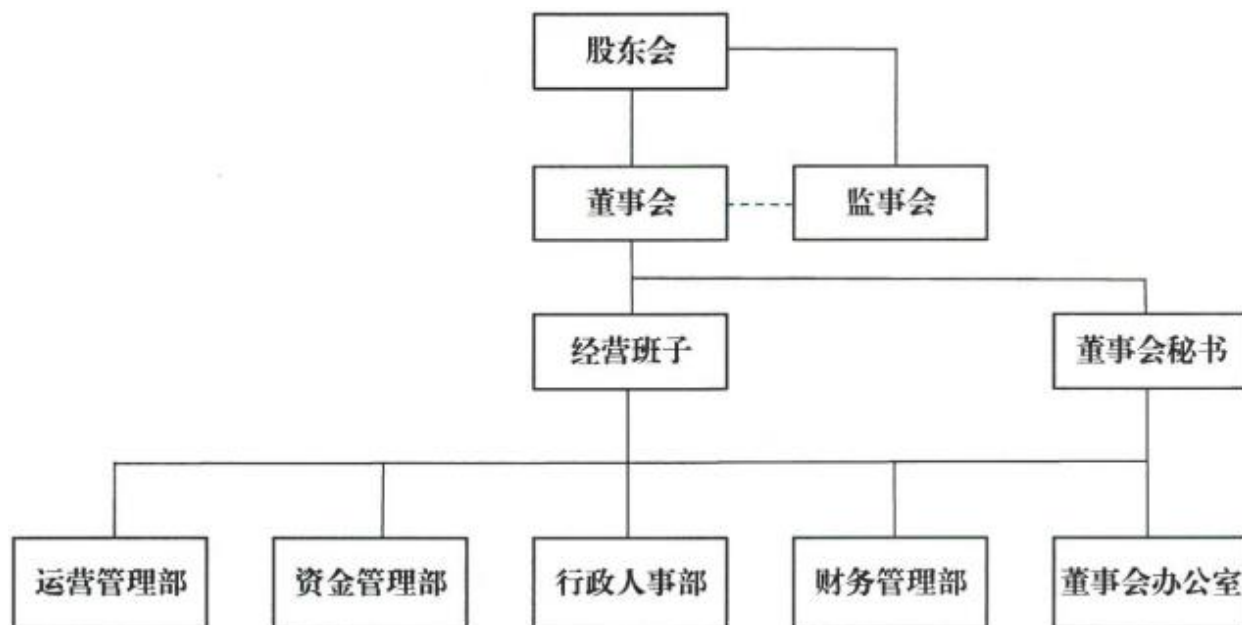
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 华综 01”“G18 华综 1”“G19 华综 1”“20 华综 Y1”“20 华综 Y2”“20 华综 Y3”和“20 华综 Y4”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	经营范围
珠海华发商贸控股有限公司	80.00	10000.00	危险化学品经营；食品经营；黄金及其制品进出口；食品进出口；进出口代理；货物进出口；各类工程建设活动；建筑智能化工程施工。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：煤炭及制品销售；石油制品销售（不含危险化学品）；金属材料销售；新型金属功能材料销售；非金属矿及制品销售；建筑材料销售；再生资源销售；化工产品销售（不含许可类化工产品）；金银制品销售；电子产品销售；五金产品批发；机械设备销售；通讯设备销售；谷物销售；食用农产品批发；第一类医疗器械销售；第二类医疗器械销售；水产品批发；以自有资金从事投资活动；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；园林绿化工程施工；文具用品批发；供应链管理服务；棉、麻销售；纸浆销售；普通货物仓储服务（不含危险化学品等需许可审批的项目）
珠海华发现代服务投资控股有限公司	100.00	10000.00	一般项目：市场营销策划；会议及展览服务；非居住房地产租赁；餐饮管理；酒店管理；劳务服务（不含劳务派遣）；社会经济咨询服务；以自有资金从事投资活动；广告设计、代理；广告制作；广告发布（非广播电台、电视台、报刊出版单位）；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；体育赛事策划；体育竞赛组织；组织体育表演活动；票务代理服务；组织文化艺术交流活动；文艺创作；艺术品代理；从事语言能力、艺术、体育、科技等培训的营利性民办培训服务机构（除面向中小学生开展的学科类、语言类文化教育培训）；从事艺术培训的营利性民办培训机构（除面向中小学生开展的学科类、语言类文化教育培训）；从事体育培训的营利性民办培训机构（除面向中小学生开展的学科类、语言类文化教育培训）；企业形象策划；品牌管理；项目策划与公关服务；摄像及视频制作服务；图文设计制作；数字内容制作服务（不含出版发行）；平面设计；工程管理服务；体育中介代理服务；销售代理；影视美术道具置景服务；旅客票务代理；工艺美术品及收藏品零售（象牙及其制品除外）；工艺美术品及收藏品批发（象牙及其制品除外）；专业设计服务；工业设计服务；信息技术咨询服务；单位后勤管理服务；法律咨询（不包括律师事务所业务）；商务代理代办服务；工商登记代理代办；软件开发；互联网数据服务；软件销售；贸易经纪
珠海华发城市运营投资控股有限公司	96.78	65398.55	项目投资；停车场建设（凭资质证经营）
珠海富山工业园投资开发有限公司	100.00	1000.00	基础建设、项目开发建设、土地储备整理、房地产开发（凭资质证经营）、产业投资、公共基础设施和资产的经营管理、物业管理、招商推广
珠海华发城市研究院有限公司	100.00	2000.00	绿色建筑和建筑节能的咨询、设计、销售与施工，经营电信业务；智慧社区、智慧建筑、智慧家居、智能精装、智能住宅等研究领域的研发、生产与销售，智

子公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	经营范围
			能化项目的设计与施工；计算机软硬件开发，信息技术服务与技术咨询；软件设计与开发，系统集成、网络工程，企业信息化，新媒体设计、开发、运行与维护，电子商务；商务服务
珠海市华平建设管理有限公司	90.00	5000.00	负责《珠海高栏港经济区平沙医院 PPP 项目 PPP 协议》项下的平沙医院项目融资、规划设计、施工、后勤服务运营管理及相关咨询顾问业务

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	259.95	198.44	268.93	268.80
资产总额（亿元）	785.55	829.86	1096.31	1120.94
所有者权益（亿元）	430.61	488.89	577.92	585.14
短期债务（亿元）	130.75	113.29	191.57	163.86
长期债务（亿元）	151.46	159.38	195.70	218.67
全部债务（亿元）	282.21	272.68	387.27	382.53
营业收入（亿元）	197.83	304.49	419.32	157.79
利润总额（亿元）	26.78	24.14	10.06	10.67
EBITDA（亿元）	41.18	36.86	23.21	--
经营性净现金流（亿元）	-7.33	-55.34	14.04	22.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.03	7.25	6.93	--
存货周转次数（次）	0.69	1.05	1.28	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.38	0.44	--
现金收入比(%)	107.44	98.40	121.62	118.24
营业利润率(%)	17.79	11.32	2.70	6.19
总资本收益率(%)	4.56	3.39	1.94	--
净资产收益率(%)	4.96	3.31	1.49	--
长期债务资本化比率(%)	26.02	24.59	25.30	27.20
全部债务资本化比率(%)	39.59	35.80	40.12	39.53
资产负债率(%)	45.18	41.09	47.29	47.80
流动比率(%)	292.43	315.52	238.84	249.66
速动比率(%)	174.35	157.83	126.68	133.21
经营现金流动负债比(%)	-3.73	-31.34	4.42	--
现金短期债务比（倍）	1.99	1.75	1.40	1.64
全部债务/EBITDA（倍）	6.85	7.40	16.68	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	2.23	1.30	--

注：2021 年一季度财务报表未经审计；已将其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	128.98	52.91	107.26	65.93
资产总额（亿元）	416.47	481.07	581.78	540.03
所有者权益（亿元）	221.52	273.55	376.80	378.85
短期债务（亿元）	90.44	44.54	102.89	44.65
长期债务（亿元）	100.89	114.81	99.62	99.38
全部债务（亿元）	191.33	159.35	202.51	144.02
营业收入（亿元）	1.83	3.27	5.17	0.90
利润总额（亿元）	12.92	19.95	25.46	2.75
EBITDA（亿元）	22.20	29.40	35.31	--
经营性净现金流（亿元）	-7.33	17.60	14.18	2.19
财务指标				
销售债权周转次数（次）	133.68	816.70	1112.14	--
存货周转次数（次）	0.00	0.00	36.43	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	11616.37	106.23	81.88	243.02
营业利润率(%)	89.14	94.66	95.67	90.55
总资本收益率(%)	5.38	6.79	6.09	--
净资产收益率(%)	5.83	7.29	6.76	--
长期债务资本化比率(%)	31.29	29.56	20.91	20.78
全部债务资本化比率(%)	46.34	36.81	34.96	27.54
资产负债率(%)	46.81	43.14	35.23	29.85
流动比率(%)	373.71	385.14	345.48	472.51
速动比率(%)	373.71	385.14	345.47	472.50
经营现金流动负债比(%)	-7.80	18.98	13.45	--
现金短期债务比（倍）	1.43	1.19	1.04	1.48
全部债务/EBITDA（倍）	8.62	5.42	5.74	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.96	1.09	1.10	--

注：2021 年一季度财务报表未经审计；已将其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务计算

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%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款账面价值+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货
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%
期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(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%
受限比率	受限资产/资产总额×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/流动负债×100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金净流量/流动负债×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+衍生金融资产+应收票据

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

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+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

