

信用等级公告

联合[2019]295 号

珠海金融投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对珠海金融投资控股集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2019 年面向合格投资者公开发行纾困专项债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

珠海金融投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

珠海金融投资控股集团有限公司拟发行的 2019 年面向合格投资者公开发行纾困专项债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年三月四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

珠海金融投资控股集团有限公司2019年面向合格 投资者公开发行纾困专项债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 20 亿元（含）

债券期限：本期债券设定两个品种，品种一：
期限为 5 年。

品种二：期限为 5 年期，附第 3 年末公
司调整票面利率选择权、公司赎回选择权
及投资者回售选择权。

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

担保方：珠海华发集团有限公司

担保方式：不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2019 年 3 月 4 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额（亿元）	216.62	270.17	331.99	339.05
所有者权益（亿 元）	54.56	108.07	160.92	188.04
长期债务（亿元）	53.87	26.74	43.50	37.84
全部债务（亿元）	138.52	90.05	139.45	124.90
营业收入（亿元）	4.64	5.16	4.54	4.71
净利润（亿元）	2.79	5.42	6.37	4.09
EBITDA（亿元）	9.95	11.96	8.85	--
经营性净现金流 （亿元）	1.74	-26.16	-52.00	38.17
净资产收益率（%）	4.95	6.66	4.73	2.35
自有资产负债率 （%）	73.62	58.63	50.67	43.49
全部债务资本化 比率（%）	71.74	45.45	46.43	39.91
EBITDA 全部债务 比（倍）	0.07	0.13	0.06	--
EBITDA 利息倍数 （倍）	1.51	2.03	3.39	--
EBITDA/本期发债 额度（倍）	0.50	0.60	0.44	--

担保方-华发集团

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额（亿元）	1,575.05	1,891.63	2,284.79	2,813.79
负债总额（亿元）	1,198.23	1,427.58	1,660.87	2,021.54
所有者权益（亿元）	376.82	464.05	623.92	792.25
营业收入（亿元）	211.03	321.37	441.55	308.76
净利润（亿元）	8.19	20.74	34.58	22.78
资产负债率（%）	76.08	75.47	72.69	71.84

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径，2018 年 1~9 月财务数据未经审计，相关指标均未年化；2、计算流动比率和速动比率所用流动资产和流动负债已剔除非自有部分；3、本报告部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”或“公司”）的评级反映了其作为珠海市国资委旗下金融及产业投资平台，已基本实现金融产业全牌照，在区域内及行业内具有较强的竞争力；公司股东在资本补充和资源获取方面给与公司较大的支持。近年来，公司资本实力不断增强，资产流动性较好，杠杆水平适中；公司主要子公司华金证券股份有限公司（以下简称“华金证券”）作为全国性的综合类证券公司，业务资质齐全，资产流动性较好，资本充足性好。

联合评级同时也关注到，公司主营业务收入对华金证券依赖度较高，易受监管政策和证券市场波动的影响，盈利能力有待提升。

随着公司战略的稳步推进及资本实力的进一步增强，未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券担保方珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）资本实力雄厚，近年来营业收入快速增长，具有很强的竞争力，其提供的不可撤销连带责任保证担保对本期债券信用水平提升显著。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司利用珠海连接粤港澳的区位优势 and 横琴自贸区先行先试的政策优势，通过新设或收购等方式，已基本实现金融产业全牌照，在区域内及行业内具有较强的竞争优势。

2. 公司主要子公司华金证券是一家全国性的综合类证券公司，业务资质齐全，2016 年公司对其增资后，业务规模持续扩大，资产

质量较好，资本充足性高。

3. 公司成立以来多次实施增资扩股，资本实力不断增强，资产流动性较好，杠杆水平适中，筹资能力较强，整体偿债能力很强。

4. 本期债券担保方华发集团作为珠海市16家市属国企中的龙头企业，是以城市运营、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；华发集团资本实力雄厚，近年来营业收入快速增长，盈利能力较强，具有很强的竞争力，其所提供的担保对本期债券信用状况具有显著的积极影响。

关注

1. 公司主营业务收入对华金证券依赖度较高，易受监管政策和证券市场波动的影响。

2. 受市场环境影响，公司营业收入和投资收益均有下降，盈利能力有待提升。

3. 华发集团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；大宗商品贸易板块利润水平低；有息债务规模较大，存在一定的短期偿债压力。

分析师

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”或“公司”）成立于 2012 年 7 月，由珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）、珠海格力集团有限公司（以下简称“格力集团”）及珠海市免税企业集团有限公司（以下简称“免税集团”）共同出资组建，初始注册资本 5.00 亿元。2012 年 11 月，公司增加注册资本 20.82 亿元，由华发集团、免税集团及新股东珠海公交巴士有限公司（以下简称“巴士公司”）、珠海水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）溢价认缴；2013 年 8 月，华发集团受让水务集团所持有的公司 2.83% 股权；2014 年 12 月，华发集团以持有的对公司的 20 亿债权以债转股的方式进行增资，其中 13.70 亿元计入注册资本，6.30 亿元计入资本公积，公司注册资本增加为 39.52 亿元；2016 年 9 月，珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合”）以现金对公司增资 46.00 亿元，其中 28.93 亿元计入注册资本，17.07 亿元计入资本公积，公司注册资本增至 68.45 亿元。根据珠海市国资委于 2018 年 1 月 17 日出具的《关于珠海格力集团有限公司将持有的珠海金融投资控股集团有限公司 1.46% 的股权协议转让至珠海华发集团的处理意见》（珠国资〔2018〕10 号），同意格力集团启动协议转让持有公司 1.46% 股权至华发集团。目前该事项已进入珠海市国资委最终审批流程，该事项不影响公司实际控制人及控股股东地位。

截至 2018 年 9 月末，公司注册资本 68.45 亿元，公司第一大股东华发集团为珠海市国资委全资子公司，公司第二大股东华发综合为华发集团控股子公司，公司的实际控制人为珠海市国资委。股东及持股比例见表 1。

表 1 截至 2018 年 9 月底公司股东持股情况（单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	珠海华发集团有限公司	48.81
2	珠海华发综合发展有限公司	42.26
3	珠海市免税企业集团有限公司	6.40
4	珠海格力集团有限公司	1.46
5	珠海公交巴士有限公司	1.07
	合计	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：投资与资产管理。

截至 2018 年 9 月底，公司设有战略创新部、运营管理部、资本市场部、风险管理部、财务及资金管理部、信息技术管理部及金融科技部等职能部门，纳入合并范围的一级子公司有 37 家，其中包括全资子公司 23 家，包括华金期货有限公司（以下简称“华金期货”）、珠海华金融资担保有限公司（以下简称“华金担保”）、珠海产权交易中心有限责任公司（以下简称“珠海产交中心”）、横琴七弦琴知识产权服务有限公司（以下简称“七弦琴产权服务”）和珠海华金小额再贷款有限公司（以下简称“华金小额再贷款”）等；控股子公司 11 家，包括华金证券股份有限公司（以下简称“华金证券”）和横琴国际知识产权交易中心有限公司（以下简称“横琴知交中心”）等；参股子公司 3 家。截至 2018 年 9 月底，公司合计拥有员工 1,345 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 331.99 亿元，负债合计 171.07 亿元，其中代理买卖证券款 5.81 亿元，所有者权益 160.92 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 104.30 亿元；2017 年公

司实现营业收入 4.54 亿元，净利润 6.37 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 6.22 亿元；经营活动现金流量净额-52.00 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.49 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 339.05 亿元，负债总额 151.02 亿元，其中代理买卖证券款 6.32 亿元，所有者权益 188.04 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 108.04 亿元；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 4.71 亿元，净利润 4.09 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 2.77 亿元；经营活动现金流量净额 38.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.56 亿元。

公司注册地址：横琴金融产业服务基地 5 号楼；法定代表人：李光宁。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“珠海金融投资控股集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行纾困专项债券（第一期）”，发行规模不超过 20 亿元（含）。

本期债券分两个品种，其中品种一期限为 5 年期；品种二期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权、公司赎回选择权及投资者回售选择权：公司有权决定在本期债券品种二存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率；公司有权决定在本期债券品种二存续期的第 3 年末行使赎回选择权；发行发出关于是否调整本期债券品种二票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券品种二的第 3 个计息年度付息日将持有的本期债券按面值全部或部分按面值回售给公司或选择继续持有本期债券品种二。

本期债券将引入品种间回拨选择权，公司和主承销商将根据网下申购情况，决定是否行使品种间回拨选择权，即在本期债券发行总规模不超过 20 亿元（含 20 亿元）的前提下，减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。

本期债券为固定利率债券，票面利率由公司和主承销商通过簿记建档方式确定。其中，品种一票面利率在存续期 5 年内固定不变；品种二票面利率在存续期内前 3 年固定不变，在存续期的第 3 年末，如公司行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加或减发行人提升或降低的基点，在债券存续期后 2 年固定不变。

本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利，到期一次还本。本期债券利息每年支付一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券面向合格投资者公开发行。

本期债券由珠海华发集团有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于支持优质上市公司及其股东融资，缓解上市公司及其股东流动性压力（包括但不限于设立专项股权投资基金、专项资管计划等各种方式）。在不影响募集资金使用计划正常进行的情况下，根据公司财务管理制度，可将暂时闲置的募集资金补充公司流动资金或进行现金管理（单次补充流动资金最长不超过 12 个月），可投资于安全性高、流动性好的产品，如国债、政策性银行金融债、地方政府债、交易所债券逆回购等。公司承诺通过本次发行募集的资金将不会直接或间接用于房地产业务，不会用于转借他人、弥补亏损和非生产性支出，承诺不会直接或间接用于小额贷款业务。

三、行业分析

公司主营业务为证券业务，主要经营区域位于广东省珠海市，证券行业发展情况和珠海市区域经济情况对公司经营有较大影响。

1. 证券行业概况

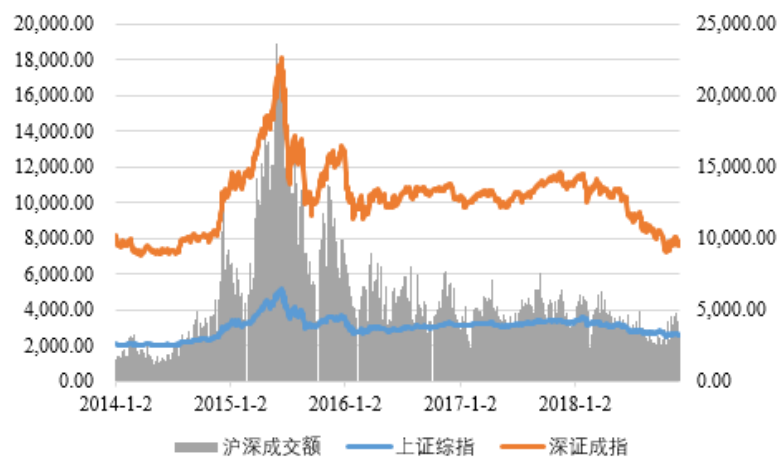
证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

(1) 证券市场概况

股票市场规模和交易活跃度下降，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生

近年来，股票市场震荡下行，2016 年受股灾影响，股票市场价量齐跌；2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩。根据交易所公布的数据，截至 2018 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,584 家，股票市场总市值为 43.49 万亿元，较 2017 年底下降 31.16%，平均市盈率为 16.22 倍，较 2017 年减少 3.29 个倍数；2018 年全部 A 股成交额为 90.11 万亿元，日均成交额为 0.36 万亿元，同比减少均为 19.37%。截至 2018 年底，市场融资融券余额为 0.76 万亿元，较 2017 年底下降 26.21%，其中融资余额占比为 99.11%，融券余额占比为 0.89%。股票一级市场发行方面，2018 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.21 万亿元，同比减少 21.43%，共完成 IPO 为 105 家、增发 267 家、配股 15 家、优先股 7 家。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点，亿元）

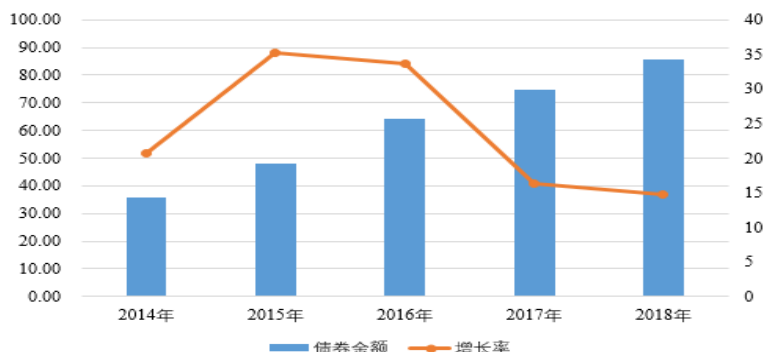


资料来源：wind 资讯，联合评级整理

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券收到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。根据 Wind 资讯统计数据，截至 2018 年底，债券余额为 85.74 万亿元，较 2017 年底增加 14.79%。债券发行方面，2018 年境内共发行各类债券 3.90 万只，发行额达 43.83 万亿元，同比增长 7.43%。2018 年境内债券交易总金额为 1,240.83 万亿元，

其中，现券交易成交金额为 149.79 万亿元，回购交易成交金额为 951.78 万亿元，同业拆借 139.27 万亿元。

图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元，%）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2018 年全国期货市场累计成交额为 210.82 万亿元，同比增长 12.20%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 26.12 万亿元，同比增长 6.22%，占全国市场份额 12.39%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩大至全国。截至 2018 年底，挂牌企业数量达 10,691 家，较 2017 年底减少 8.07%；区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称“建议”）也对构建多层次资本市场提出了新的要求，《建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”、“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 1 月，中央深改委审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，标志着科创板最终落地进入倒计时。

金融创新产品和服务不断推出

在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出。在债券市场方面，推出了如非公开发行公司债、中小企业可交换债、绿色债券、永续期债和熊猫债等品种，丰富了债券种类，提升了审批效率；在股票市场方面，优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、RQFII 等相继推出，进一步丰富了投资工具；在衍生品市场方面，近年来推出了股指期货、国债期货、上证 50ETF 期权和原油期货等投资品种，为投资者提供了更加多元化的风险对冲工具。

（2）证券公司发展概况

近年来，随着资本市场建设力度的加大以及证券市场规模逐步扩大，证券公司的数量呈稳步增长态势。2014~2018 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，于 2015 年后趋于平稳，盈利能力呈现倒 U 型走势，2014~2015 年盈利水平快速提升，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2018 年盈利水平进一步大幅下降。一方面，证券市场资本中介业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充，这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力；另一方面，创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司对创新类业务的重视和推进，逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的格局。但从目前收入结

构来看，仍以传统的经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 2 证券行业概况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
证券公司家数(家)	120	125	129	131	131
盈利家数(家)	119	124	124	120	106
盈利家数占比(%)	99.17	99.20	96.12	91.60	80.92
营业收入(亿元)	2,602.84	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87
净利润(亿元)	965.54	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20
总资产(万亿元)	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26
净资产(万亿元)	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89
净资本(万亿元)	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57

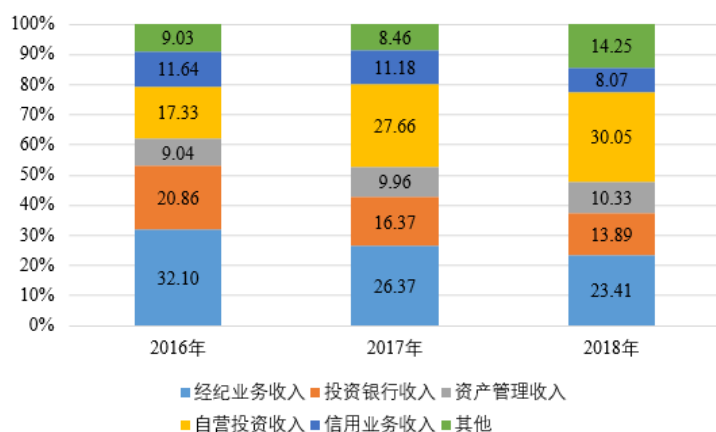
数据来源：中国证券业协会

2018 年，受国内外经济环境变化的影响，证券市场悲观情绪弥漫，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；同时，2018 年，证券行业延续严监管趋势，截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年全年 4 张证监会罚单大幅增加；58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，内控不健全问题密集暴露；另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。从业务表现看，2018 年证券公司收入水平延续下降趋势，业绩降幅增大，盈利能力下滑明显；业务结构同质化较为严重，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务超过经纪业务成为第一大业务收入来源；截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47%和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。

2. 业务分析

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来受证券市场交投活跃度低迷影响，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持在 20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大；2016 年，股票市场整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大，但受益于债券市场的繁荣，来自投行业务的承销与保荐业务收入增长较快，占比有所提升；2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018 年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，前三大收入来源仍为自营、经纪和投行业务，自营业务收入占比进一步增加至 30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。

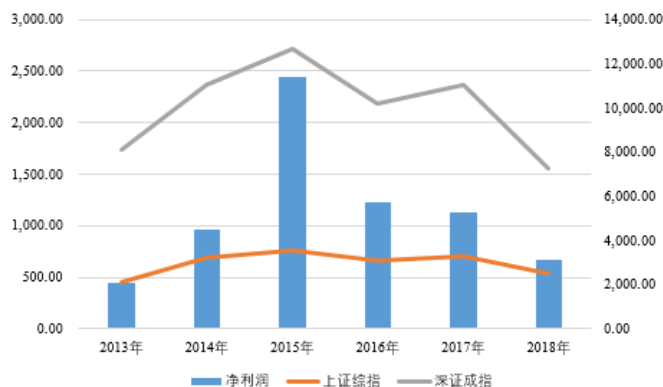
图3 我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，2016 年我国证券行业净利润随着市场指数回落而大幅下降；2017 年，市场指数小幅上升，但中小创跌幅较大，证券公司净利润水平仍小幅下降；2018 年，股票市场大幅下跌，证券公司盈利水平下滑显著。

图4 证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站

（1）经纪业务

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响。2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，意味着证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”，经纪业务迎来新的发展机遇。但 2015 年以来，股票市场交易量持续萎缩，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战，证券公司的经纪业务即将进入转型期，轻型营业部应运而生。2017 年以来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务，逐步开展多金融产品交叉营销，同时，重塑经纪条线组织架构，增员投顾人员，提升服务专业化水平，未来将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2016 年，股票市场行景气度不高，同时，受市场竞争加剧、互联网金融的兴起等因素影响，经纪业务市场平

均佣金率不断下滑，证券公司实现代理买卖证券业务净收入 1,052.95 亿元，仅为 2015 年收入的 39.13%。2017 年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 820.92 亿元，同比下降 22.04%。2018 年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降。受此影响，2018 年 131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 623.42 亿元，同比减少 24.06%。

（2）投资银行业务

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2018 年基本延续了 2017 年低迷的市场走势；全年 IPO 发行规模合计 1,378.15 亿元，发行家数 105 家，分别较 2017 年下降 40.11% 和 76.03%；2017 年 10 月以来，IPO 审核趋严、过会率一直保持在较低水平，2018 年至今发审委累计审核 180 多家拟 IPO 企业事项，其中超过 105 家企业首发获通过，平均过会率在 59% 左右；同期，受再融资新规的影响，增发规模仅为 0.75 万亿元，同比下降 40.78%；证券公司债券承销较 2017 年有所好转，承销规模大幅增加，2018 年，证券公司承销各类债券金额 5.68 万亿元，同比增长 25.48%。2018 年，131 家证券公司全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 369.96 亿元，同比下降 27.40%，占全行业营业收入的 13.89%，较 2017 年基本稳定。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，表现出该业务集中度较高。2018 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额由 2017 年的 46.50% 提升至 57.66%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额由 39.33% 提升至 44.07%；可见，无论股市还是债市，大证券公司市场地位均进一步巩固。

但值得注意的是，在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司资金的流动性。股票承销业务受监管审批政策的影响较大，IPO 政策的变化对承销与保荐业务具有较大影响；同时，2018 年以来监管罚单集中于投行业务，未来仍面临严监管的合规风险。

（3）自营业务

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012 年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变；2012 年来，自营业务在各家券商业务中发展较快，但 2016 年以后，随着证券市场波动加剧，自营业务收入不确定性增加。2014 及 2015 年股票市场大幅上涨，各证券公司加大了股票、基金和其它证券产品的投资比重，2016 年以来，随着股票市场趋冷，权益类资产占比有所下降，目前以固定收益投资类资产为主。2016 年，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）568.47 亿元，同比减少 59.78%。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，131 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）860.98 亿元，同比增长 51.46%，成为证券公司第一大收入来源。2018 年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌，而在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓自营业务降幅，但债券市场出现集中违约，2018 年新增 43 家违约主体，较 2017 年 9 家大幅增加，违约金额达 1,154.50 亿元，系 2017 年违约金额的 3.42 倍，违约主体以民企和上市公司居多；131 家证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）800.27 亿

元，同比减少 7.05%。自营业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险，收入存在一定不确定性；且债券市场违约频发，需关注相关投资风险。

（4）资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小，但是各券商未来业务发展的一大重点。目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。近年来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。截至 2018 年末，证券公司资产管理业务规模为 14.11 万亿元，较 2017 年末下降 18.25%；2018 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.00 亿元，同比下降 11.35%。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品规模仍是主要部分，但其占比有所下降。

（5）其他业务

2012 年以来，证券公司其他业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的其他业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务、股票质押式回购业务等。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，融资融券业务发展迅速，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，2015 年以来出现下降并逐步趋稳。根据沪深交易所公布的数据显示，截至 2018 年底，两融余额 0.76 万亿元，较 2017 年底减少 26.21%；股票质押市值方面，根据中国证券登记结算公司披露的质押股份数量与各自股价乘积后合计计算，截至 2018 年底，市场质押市值约 4.23 万亿元，较 2018 年初最高点 6.49 万亿元大幅下降；截至 2018 年底，市场质押股数占总股本比约 9.83%，较 2018 年初约 9.60%水平略有提升。2018 年 1 月，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，要求分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%，同时要求证券公司对坏账计提减值准备。同期，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，对融入方资格、初始交易金额、质押集中度以及资金用途都做出了限制，同时增加了融入方担保物范围。上述规定将引导股票质押业务聚焦实体经济，降低融资风险，也对证券公司风险控制能力提出了更高的要求；但在一定程度上影响了证券公司参与股票质押式回购交易规模，尤其是对中小证券公司影响较大。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2018 年，国内股市出现较大跌幅，证券公司股票质押业务面临较大市场风险和信用风险，对证券公司资产和盈利造成不利影响；同时，需考虑到股票质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

3. 市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。随着以净资本为核心的监管体系建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力，例如华泰证券收购联合证券，宏源与申万合并，方正证券收购民族证券，中信证券收购万通证券，中信证券收购广州证券；2018年以来，国内证券公司上市的有：天风证券、长城证券、南京证券、华西证券、华林证券等5家证券公司，同时中泰证券、湘财证券、华龙证券、德邦证券等多家中小型券商正处于辅导期或已提交了上市申请。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向A股的雄心。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

CEPA协议（内地与香港和澳门关于建立更紧密经贸关系的安排）下合资券商设立进程加速；2018年3月，中国证监会发布《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》，允许外资控股合资证券公司，将外资持有证券公司的股权比例限制放宽至51%，同时外商投资证券公司经营业务范围有所扩大。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

同时，随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2018年9月末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计1,204.42亿元，净利润376.71亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为63.61%和75.87%；截至2018年9月底，前十大证券公司资产总额为3.99万亿元，占全行业总资产的64.48%，前十大证券公司以上指标占比均超过60%，行业集中度较高。

表3 截至2018年9月末主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1,563.63	9,024.64	272.09	76.83
2	国泰君安	1,338.77	4,295.68	167.87	57.50
3	海通证券	1,302.36	5,564.85	161.77	40.92
4	华泰证券	1,075.85	3,811.25	125.19	45.93
5	广发证券	893.76	3,925.32	113.60	43.15
6	招商证券	799.08	2,914.13	77.92	30.69
7	申万宏源	708.95	3,488.81	93.66	33.75
8	银河证券	658.63	2,562.54	63.28	19.04
9	国信证券	520.99	2,058.73	63.38	19.38
10	东方证券	519.87	2,270.01	65.66	9.52
合计		9,381.89	39,915.96	1,204.42	376.71

数据来源：wind 资讯

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同，导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不正当竞争现象。如IB业务市场资源有限，个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查；同时，为大力开展业务，多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益

加强，整个行业发展分化也日益明显，违规者将受到监管层的严肃治理，规范者且竞争力强的公司则会取得相应发展。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验、业务规范 and 专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度将进一步上升。

4. 风险因素

证券业务是与市场呈强周期关系的，具体风险主要体现如下：

（1）市场风险

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。2015 年以来，股票市场从火热到大幅下跌，走势波动较大，市场风险加剧，对自营业务和信用业务影响较大，但也对证券公司应对市场风险的策略和技术提出了更高要求。

（2）信用风险

证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。目前，宏观经济下行，实体经济经营困难，企业信用风险逐渐暴露，在一定程度上增加了债券投资类业务风险；同时，2017 年以来，债券市场违约事件频发，2018 年，股票质押业务风险不断集聚，证券公司固定收益投资类业务和股票质押业务面临信用风险加大。

（3）流动性风险

在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。近年来，随着创新业务的发展和深化，证券公司经营和资产负债结构日趋复杂化，流动性风险体现三种新趋势，一是资产流动性下降和负债杠杆率提高；二是表外业务膨胀发展隐含着表外负债的增长，未来以结构性投融资、资产证券化、部分资管产品为载体的表外业务在创新活动中也将迅速增长；三是资本性承诺的潜在冲击，新股发行市场化定价使得投行业务的包销风险不断加大，单个项目包销金额明显上升，低等级债券市场的扩大也将对证券公司以包销模式发展债券销售业务提供操作空间。

（4）操作风险

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制人为失误；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。近年来，证券公司在制度和内控上不断加强和完善业务合规性，控制人为失误。2017年以来，我国拉开了金融严监管的序幕，从体制机制、政策措施、专项整治等多方面发力，2018年证券公司罚单激增，内部控制体系和投资银行业务成为重点监管范畴。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

（5）法律政策风险

法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。近年来，国家对证券市场的政策监管不断调整，证券公司在业务开展上机遇与挑战并存；同时，证券公司创新业务蓬勃发展，须关注创新业务合规性与否所带来的法律政策风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

5. 未来动向

（1）风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2018年8月，证监会公布了2018年证券公司分类评价结果。根据结果，除去33家证券公司按规定与其母公司合并评价外，在参选的98家券商中，获评A类的有40家，获评B

类的有 49 家，获评 C 类的有 8 家，获评 D 类有 1 家。与 2017 年相比，上调评级的有 24 家，维持评级的有 47 家，下调评级的有 24 家；其中，A 类券商数量较 2017 年维持不变，行业整体表现较为稳定。但从券商个体来看，呈现出比较明显的分化态势，大型综合券商排名提升明显。而部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018 年 1 月，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》（以下简称“业务办法”），中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》（以下简称“风险管理指引”），从股票质押业务的交易和结算环节进一步规范，使股票质押市场回归理性；通过严控风控指标和强化业务流程管理，引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力，有效控制系统性风险。

2018 年 3 月，证监会正式发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，督促证券公司强化主体意识、完善自我约束机制，提升投行类业务内部控制水平，防范和化解投行类业务风险。

2018 年 4 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚，同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018 年 11 月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

在证监会调整风控指标、修订分类监管规定、严处罚等举措下，体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司保持了较强的监管力度，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

（2）资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显，需对中小券商保持关注。

2018 年以来，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，但行业整体信用水平保持平稳。资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

从企业个体层面来看，业务结构较单一的中小券商业绩稳定性较差，抵御市场和政策风险的能力较弱，在市场环境恶化的条件下，经营业绩下滑更为明显；加之其本身资本实力、股东支持及背景和应对市场周期性的内部控制能力偏弱，如经营环境持续恶化，此类证券公司盈利和资产继续恶化，将对其信用水平造成较大影响。

总体看，未来一段时间，随着资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司将加速转型，行业集中度有所提升，大中型证券公司资本实力保持平稳，行业整体信用水平稳定，但需对中小券商保持关注。

6. 珠海市区域经济情况

珠海市位于广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，西邻新会、台山市，北与中山市接壤。珠海于 1980 年成为经济特区，2008 年国务院颁布实施珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008-2020 年）（以下简称“珠三角《规划纲要》”），明确珠海为珠江口西岸的核心城市。近年来，珠海市政府深入贯彻珠三角《规划纲要》，采取保增长、保民生、保稳定一揽子政策措施，有效应对国际金融危机等挑战，经济实现平稳增长。目前，珠海市已形成了包括生物医药、石油化工、家电电气、精密机械制造、电力能源和电子信息业在内的六大工业支柱产业。

2009 年，国务院正式批复《横琴总体发展规划》，横琴成为探索粤港澳紧密合作新模式的新载体。2015 年，中国（广东）自由贸易试验区珠海横琴新区片区正式启动，将重点发展旅游休闲健康、商务金融服务、文化科教和高新技术产业，建设文化教育开放先导区和国际商务服务休闲旅游基地，打造促进澳门经济适度多元化发展的新载体，试点有关货物贸易便利化和现代服务业发展的制度创新，与南沙、前海片区实现错位发展，发挥协同效应。2017 年 7 月，《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》正式落地，粤港澳大湾区主要包括广东的广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门 9 市和香港、澳门两个特别行政区组成，具备建成国际一流湾区和世界级城市群的基础条件。

2017 年，珠海市实现地区生产总值 2,564.73 亿元，在广东省地级市中排名前十位，同比增长 9.2%；第一产业增加值 45.53 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 1,288.75 亿元，增长 11.6%；第三产业增加值 1,230.45 亿元，增长 6.9%；实现规模以上工业增加值 1,105.62 亿元，同比增长 10.6%；完成基础设施投资 453.77 亿元，同比增长 68.4%；完成一般公共预算收入 314.35 亿元，同比增长 10.4%。

总体看，珠海市经济较为发达，粤港澳大湾区框架协议的落地以及横琴新区建设的有序推进为当地经济及金融业的发展提供了良好契机，为公司的业务经营提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司成立于 2012 年，作为珠海市国资委下属控股平台，定位为珠海及横琴新区营运国有金融资产和进行产业投资的核心平台。自成立以来，公司利用珠海连接粤港澳“桥头堡”的区位优势和横琴自贸区先行先试的政策优势，通过新设或收购等方式，已形成覆盖证券、期货、银行、金融租赁、保险、基金、各类收益权交易平台、小微金融等多个领域，布局深圳、香港、北京、上海、天津等核心金融城市的综合性金融投资控股集团。公司聚集了珠海市管企业优质国有资源，目前公司控制的金融资产规模超过 300 亿元，占珠海市市属国企金融资产规模的 88%，在区域内竞争优势明显；按业务类型可分为核心金融业务、创新金融业务和配套金融业务三大类，已基本实现金融产业全牌照布局。目前，公司作为全国地市级中少数有全牌照的金融投资控股企业之一，具备很强的竞争力。

公司控股股东为华发集团，控股股东实力雄厚，是珠海市国有重点企业，其核心业务板块涵盖城市运营、房产开发、金融产业、产业投资等。截至 2017 年末，华发集团纳入合并报表的控股子公司共 287 家；华发集团总资产为 2,284.79 亿元，归属于母公司所有者权益为 249.65 亿元；净利润 34.58 亿元。公司作为华发集团旗下的金融板块，能够在资源获取和资本补充获得华发集团较大支持。

总体看，公司作为珠海国资委旗下的金融及产业投资核心平台，金融资产规模较大，在区域内竞争优势明显；公司股东华发集团资本实力雄厚，综合竞争力强，在资本注入、资金支持、业务资源等方面给予公司较大的支持。

2. 人员素质

公司目前设总经理 1 人，副总经理 2 人，财务总监、首席资本官、首席人力资源官、首席运营官、首席风险官各 1 人，公司核心管理团队从业时间较长，行业经验丰富。

公司董事长李光宁，男，1971 年出生，硕士研究生，经济师。曾任华发集团助理总经理、副总经理，珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）董事局副主席、总裁。现任公司董事长，华发集团总经理、党委副书记，华发股份董事长、珠海华金资本股份有限公司（以下简称“华金资本”）董事局主席等职务。

公司董事、总经理谢伟，男，1974 年出生，大学本科，经济师。曾任深圳市国际企业股份有限公司董事局秘书、投资部经理，华发集团总经理助理，公司副总经理，珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）董事长、珠海铎创投资管理有限公司（以下简称“铎创投资”）董事长，珠海铎创投资担保有限公司董事长，华发股份董事局秘书。现任公司董事、总经理，华发集团董事、常务副总经理等职务。

截至 2018 年 9 月底，公司共有在职员工 1,345 人，从学历构成上看，硕士以上学历 495 人，占比 36.80%；本科学历 835 人，占比 62.08%；大专及以下学历 130 人，占比 9.67%。从专业构成上，法律专业 72 人，占比 5.35%；财务专业 105 人，占比 7.81%；经济专业 262 人，占比 19.48%；金融专业 305 人，占比 22.68%。从金融行业从业年限看，工作三年及以下 245 人，占比 18.22%；三年至十年 628 人，占比 46.69%；十年以上 467 人，占比 34.72%。

总体看，公司员工专业素质较高、在金融行业工作经验丰富，其人员构成能满足目前公司发展需要。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司严格按照《公司法》等有关法律、法规的要求，建立健全公司治理结构，强化内部管理，规范经营运作，目前已形成较为完善的公司治理结构。股东会是公司的权力机构，公司设董事会、监事会和经营管理机构，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。

公司股东会由全体股东组成，股东会是公司的最高权力机构。股东会负责决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项、审议批准董事会和监事会的工作报告、审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案等，对公司增加或者减少注册资本、发行公司债券、合并、分立、解散、清算或者变更公司形式、股东股份转让作出决议等其他职权。

公司设董事会，由 7 名董事组成，其中职工董事 1 名。非职工董事由股东会选举或更换；职工董事由公司职工（代表）大会选举产生。公司董事中，华发集团委派 2 人，华发综合委派 1 人，免税集团委派 1 人，独立董事 3 人。董事每届任期三年，连选可以连任。董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞职导致董事会成员低于法定人数的，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律法规的规定，履行董事职务。董事会对股东会负责，依法行使下列职权：负责召集和主持股东会、向股东会报告工作、执行股东会决议；负责制订公司年度财务预算方案、决算方

案、利润分配方案、弥补亏损方案等；负责决定公司内部管理机构的设置等。

公司设监事会。监事会由 5 名监事组成，其中职工监事的比例不得低于三分之一。职工监事由公司职工（代表）大会民主选举并报经市国资委批准产生；非职工监事由市国资委选派或股东单位选派人选并报经市国资委批准后产生。监事会行使以下职权：对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，提议召开临时股东会会议，并履行向股东会会议提出议案等。

公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施股东会决议等工作。

总体来看，公司法人治理结构相对完善，董事会、监事会独立运作，整体运行情况良好。

2. 内部控制及合规管理

公司根据经营需要，对岗位及职责权限进行了合理的设置和分工，设立了包括总裁办公室、财务及资金管理部、人力资源部、风险管理部、合规法务部、信息技术管理部、运营管理部及审计监察部等部门。各部门和岗位之间分工明确、分工协作、相互制约、相互监督。

为规范公司运作，确保各项工作有序进行，公司制定了较为完善的公司管理制度，从运营、财务、合规风险、子公司管理等方面加强了对公司的管理。

运营管理方面，公司从经营计划管理、组织绩效管理及参股公司管理三个方面对公司整体运营进行了规范管理，有效保障了公司内部管理的效率，实现了公司经营活动的有序、高效进行。

财务管理方面，公司制定了财务报销管理办法、差旅费管理办法、业务接待费管理规定、工资性支出支付管理办法、办公用品等低值易耗管理规定、固定资产管理办法等。公司在财务管理制度中对报销流程、资金内部检查、工资支付、资产管理等工作做了明确的规定，对规范公司的财务行为，有效控制和合理配置公司的财务资源，实现公司价值的最大化起到重要作用。

合规风险管理方面，公司在风险管理程序、风险管理报告、风险管理人员及岗位要求、风险管理责任、风险管理文化建设等方面建立了一系列合规风险管理制度，促进各项业务在风险可测、可控、可承受的前提下持续、稳定的发展。

子公司管理方面，为加强对公司参控股子公司的管理，规范与子公司之间的信息沟通，公司制定了对参控股子公司的管理办法。公司主要通过委派董/监事（长）在董/监事会任职或委派高级管理人员参与经营管理工作，并通过外派董/监事（长）和高级管理人员报批、报告、述职机制实现对参控股子公司的管控。

总体看，公司内部控制体系比较健全，管理制度比较规范，未来随着资产规模的增长和业务范围的进一步扩大，对公司相关的内控管理水平提出了更高要求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是珠海和横琴新区运营国有金融资产、进行产业投资的核心平台。目前公司下辖证券、期货、银行、金融租赁、保险、投资、基金、小微金融等诸多业务板块，已经成为全国地级市金融业务牌照最全的控股集团之一。

公司营业收入主要来自于证券期货业务、交易平台业务、小微金融业务、财务顾问业务、基金管理服务、证券及其他投资业务等。2015~2017 年，受证券市场行情波动影响，公司分别实现营业收入 4.64 亿元、5.16 亿元和 4.54 亿元，呈波动下降趋势，2016 年收入增长主要系华金证券债券发行规模较高致投资银行业务收入增长所致。从收入构成来看，证券期货业务收入是公司主

要收入来源，主要来自子公司华金证券、华金期货和华金金融（国际）控股有限公司（以下简称“华金国际”）的收入，近三年波动下降，分别为 2.98 亿元、4.04 亿元和 2.73 亿元，年均复合减少 3.03%，占公司营业收入比重分别为 64.28%、78.23%和 60.16%；交易平台收入主要来自横琴知交中心、珠海产交中心和七弦琴产权服务，近三年受益于市场化运营，收入持续上升，分别为 0.14 亿元、0.18 亿元和 0.31 亿元；小微金融收入主要来自于华金担保和铎创投资，近三年收入较为稳定，分别为 0.35 亿元、0.30 亿元和 0.30 亿元；财务顾问收入主要是铎创投资、珠海华金投资控股有限公司、珠海铎灏投资控股有限公司等下属子公司为公司及其关联方在内的委托贷款、融资担保、资管计划等投资业务提供专业财务顾问取得的收入，近三年波动增长，分别为 0.68 亿元、0.10 亿元和 0.83 亿元，占比分别为 14.73%、1.94%和 18.32%；基金管理业务收入来自于下属公司通过担任基金管理人而获取的管理报酬，近三年分别实现收入 0.49 亿元、0.39 亿元和 0.30 亿元。近三年，公司投资收益分别为 9.48 亿元、13.62 亿元和 10.62 亿元，年均复合增长 5.87%，主要来自由公司参控股子公司的投资收益。

表 4 2015~2018 年 9 月公司营业收入和投资收益情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券期货业务	2.98	64.28	4.04	78.23	2.73	60.16	2.55	54.11
交易平台	0.14	2.95	0.18	3.56	0.31	6.93	0.21	4.52
小微金融	0.35	7.58	0.30	5.77	0.30	6.67	0.35	7.39
财务顾问	0.68	14.73	0.10	1.94	0.83	18.32	0.28	6.02
基金管理业务	0.49	10.45	0.39	7.65	0.30	6.61	0.10	2.21
证券及其他投资	--	0.00	0.10	1.93	--	0.00	0.17	3.57
其他业务收入	--	0.00	0.05	0.91	0.06	1.30	1.04	22.19
营业收入合计	4.64	100.00	5.16	100.00	4.54	100.00	4.71	100.00
投资收益	9.48	--	13.62	--	10.62	--	8.66	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 4.71 亿元，同比增长 91.01%，主要系证券期货业务收入和其他业务收入增长所致，其他业务收入增长主要系结构性存款收入增加所致；净利润 4.09 亿元，同比下降 25.05%，主要系投资收益减少所致。

总体来看，近年来，公司营业收入波动上升，证券期货收入对公司的收入贡献大；同时联合评级关注到受近年来证券市场行情波动影响，公司未来收入增长存在一定不确定性。

2. 证券期货业务

（1）经营概况

公司证券板块由华金证券负责运营。华金证券前身为成立于 2000 年 9 月的上海久联证券经纪有限责任公司；2005 年 3 月，由中国航天科工集团公司等单位实施重组并更名为航天证券有限责任公司；2014 年 3 月，华金证券引进战略投资者，成为珠海金融投资控股集团有限公司旗下的重要成员企业；2016 年 12 月，华金证券更名为现名。2017 年，少数股东增资 4.875 亿元，增资后公司注册资本变更为人民币 34.50 亿元。截至 2018 年 9 月末，华金证券注册资本 34.50 亿元，公司持股 71.45%

2015~2017 年，受证券市场行情波动影响，华金证券分别实现营业收入 3.67 亿元、5.04 亿元和 3.45 亿元，年均复合减少 3.03%。

从收入构成来看，近三年，受证券市场波动及佣金率下滑影响，华金证券经纪业务手续费净收入逐年下降，分别为 0.71 亿元、0.35 亿元和 0.30 亿元，年均复合减少 34.76%，在营业收入中占比呈波动下降趋势；近三年，华金证券投资银行业务手续费净收入分别为 0.63 亿元、2.06 亿元和 0.56 亿元，波动较大，主要是受国内债券行业整体影响以及华金证券自 2016 年 10 月起被上海证监局暂停公司债券承销资格半年影响，2017 年受市场行情变化和竞争加剧影响，收入大幅下降；近三年，华金证券资产管理业务收入波动较大，分别为 0.52 亿元、0.19 亿元和 0.31 亿元，2016 年度，华金证券资产管理业务收入较 2015 年度减少 0.32 亿元，同比下降 62.73%，主要是由于华金证券 2016 年重新搭建产品团队，业务方向重点转向商业银行委外业务，公司确定转型业务方向后，2017 年度华金证券资产管理业务收入较 2016 年度上涨 59.05%；近三年，华金证券受投资咨询业务发展较好，手续费净收入增长较快，分别为 0.03 亿元、0.06 亿元和 0.20 亿元；近三年，华金证券利息净收入分别为 0.34 亿元、-0.09 亿元和 -1.33 亿元，其中，受债务规模增加导致利息支出增长较快影响，华金证券利息净收入逐年下降，其中，证券融资融券业务分别实现利息收入 0.20 亿元、0.27 亿元和 0.28 亿元，年均复合增长 18.22%，股票质押业务分别实现利息收入 0.11 亿元、0.48 亿元和 0.32 亿元，年均复合增长 73.04%；近三年，华金证券投资收益及公允价值变动收益合计分别为 1.44 亿元、2.44 亿元和 3.38 亿元，年均复合增长 53.40%，主要系自营投资业务实现较好收益。

表 5 2015~2017 年华金证券营业情况¹（单位：亿元，%）

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	1.89	51.50	2.66	52.78	1.37	39.71
其中：经纪业务手续费净收入	0.71	19.30	0.35	6.94	0.30	8.70
投资银行业务手续费净收入	0.63	17.17	2.06	40.87	0.56	16.23
资产管理业务手续费净收入	0.52	14.17	0.19	3.77	0.31	8.99
投资咨询业务手续费净收入	0.03	0.82	0.06	1.19	0.20	5.80
利息净收入	0.34	9.26	-0.09	-1.79	-1.33	-38.55
投资收益及公允价值变动损益	1.44	39.24	2.44	48.41	3.38	97.97
其他	0.00	0.13	0.03	0.60	0.03	0.87
合计	3.67	100.00	5.04	100.00	3.45	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2018 年 1~9 月，华金证券实现营业收入 2.44 亿元，同比增长 74.01%，主要来自投资银行业务和信用业务收入的增长。

总体看，近年来，受证券市场行情波动影响，华金证券营业收入波动下降，公司经纪、自营、资管、信用业务等主要业务发展较为均衡。同时，联合评级也关注到，公司收入的实现对投资收益依赖度较高，受市场波动影响大，未来营业收入存在一定不稳定性。

（2）业务运营

经纪业务

华金证券经纪业务经营范围主要包括代理买卖证券（债券、股票、基金等）和代销金融产品。近年来，华金证券不断扩大经纪业务规模，在营业网点、客户数量、资产规模、专业咨询服务等方面不断提升。2015~2017 年，华金证券积极推进网点建设，加强全国范围内的网点布局，分别

¹ 华金证券未编制 2018 年 1~9 月营业收入明细。

新设营业网点 19 家、10 家和 18 家，截至 2018 年 9 月底，华金证券共有 51 家证券营业部，分布在全国 38 个重点城市，在重要的北京、长三角、珠三角等经济发达地区设有 16 个分公司或营业部。

经纪业务收入是华金证券收入的最主要来源之一，近年来，受证券市场波动及佣金率下滑影响，华金证券经纪业务收入波动幅度较大，2015~2017 年，华金证券实现经纪业务手续费净收入 0.71 亿元、0.35 亿元和 0.30 亿元，三年复合下降 34.76%。2015~2017 年，华金证券代理买卖证券交易额呈下降趋势，分别为 1,060.98 亿元、1,013.84 亿元和 985.72 亿元；市场份额方面，华金证券代理买卖股票的市场份额总体呈上升态势，三年分别为 0.02%、0.04%和 0.04%，但整体份额仍属较小。2015~2017 年，华金证券经纪业务平均佣金率分别为 0.62‰、0.42‰和 0.38‰，呈持续下滑趋势，处于行业平均水平。

表6 2015~2018年9月华金证券代理买卖证券情况（单位：亿元，%）

证券种类	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额	代理金额	市场份额
股票	1,040.95	0.02	993.46	0.04	973.68	0.04	658.99	--
债券	2.75	--	0.76	--	0.57	--	0.45	--
基金	17.28	0.01	19.63	0.01	11.47	0.01	32.36	--
合计	1,060.98	--	1,013.84	--	985.72	--	692.80	--

资料来源：中国证券业协会网站，联合评级整理。

代销金融产品方面，2015~2017 年，华金证券实现代销金融产品规模分别为 54,215.10 万元、16.66 万元和 34,973.04 万元，年均复合下降 19.68%，其中 2015 年主要代销内部资管产品，2016 年规模下降的原因系转为代销收益率较高的外部产品；代销金融产品业务收入分别为 4.71 万元、3.52 万元和 53.67 万元，年均复合增长 237.59%。

2018 年 1~9 月，华金证券代理买卖证券交易额 692.80 亿元，华金证券净佣金率为 0.36‰，较年初进一步下降；实现经纪业务收入 0.20 亿元。2018 年 1~9 月，华金证券代销金融产品 2.61 亿元，实现代销产品收入 40.20 万元。

总体看，近年来，华金证券营业部网点布局保持扩张态势，市场份额有所提升，但受证券市场波动和佣金率下降的影响，经纪业务整体收入水平持续下滑。

投资银行业务

投资银行业务方面，华金证券投资银行业务包括 IPO、再融资业务、财务顾问及并购重组、新三板、债券分销及承销业务。华金证券投资银行业务坚持“立足区域开发、打造特色投行”的策略，逐步形成了以固定收益业务为品牌、以中小企业 IPO 和再融资为特色的投行业务格局。截至 2018 年 9 月底，华金证券投资银行业务团队共有 110 人，其中保荐代表人 6 人、准保荐代表人 18 人。

2015~2017 年，华金证券投资银行业务收入波动下降，分别为 0.63 亿元、2.06 亿元和 0.56 亿元，2016 年受债券发行规模增加影响收入较高，主要是受国内债券行业整体影响以及华金证券自 2016 年 10 月起被上海证监局暂停公司债券承销资格半年影响，2017 年收入大幅下降。债券承销业务方面，华金证券已构建成包括债券发行、资本市场及销售交易在内的一体化债务融资业务平台。2015 年和 2017 年，华金证券无债券主承销项目；2016 年，华金证券债券发行数量 4 个，主承销规模 130.00 亿元；近三年，公司债券承销收入分别为 0.49 亿元、1.80 亿元和 0.23 亿元。股权业务方面，2017 年，华金证券完成增发项目 1 个，规模 2.60 亿元；2016 年和 2017 年，股票承

销分别实现收入 0.01 亿元和 0.03 亿元；此外，华金证券积极开展财务顾问及并购重组业务，近三年分别实现并购重组财务顾问业务收入 0.15 亿元、0.25 亿元和 0.31 亿元。华金证券在 2015 年取得新三板挂牌业务资格，2015~2017 年，新三板挂牌业务发展势头良好，分别完成项目数量 1 个、10 个和 8 个。

表7 华金证券投资银行业务承销项目情况（单位：个，亿元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额
债券承销	--	--	4	130.00	--	--	6	90.89
股票承销	--	--	--	--	1	2.60	--	--
合计	--	--	4	130.00	1	2.60	6	90.89

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2018 年 1~9 月，华金证券实现投资银行业务收入 0.83 亿元；完成主债券承销项目 4 个，主承销规模 90.89 亿元，实现债券承销收入 0.51 亿元；实现财务顾问收入 0.30 亿元。

项目储备方面，截至 2018 年 9 月底，华金证券股权类储备项目 20 个，债权类储备项目 89 个，其中 7 个已通过监管部门审核。

总体看，近年来，华金证券投资银行业务收入受债券发行情况影响较大，整体投资银行业务竞争力仍有待提高。

自营投资业务

华金证券的自营投资业务主要包括权益类投资和固定收益类投资。华金证券成立了投资管理事业部和固定收益事业部分别从事权益类证券投资和固定收益类证券投资业务，运用自有资金和依法筹集的资金，依法买卖股票、基金份额、认股权证、可转债、国债、金融债、公司债和企业债等上市证券和其他证券及其衍生品。

华金证券自营业务坚持投研一体化，根据宏观基本面研究、货币流动性分析以及风险收益比分析，制定投资策略及交易计划。2015~2017 年末，华金证券自营业务投资规模逐年增加，分别为 15.29 亿元、57.40 亿元和 84.35 亿元，年均复合增长 134.88%。从投资结构来看，以固定收益类投资为主，近三年占比分别为 94.58%、96.77%和 96.37%；其中，华金证券投资的信用债外部评级在均 AA 级（含）以上，目前没有出现违约情况。此外，华金证券适当增加其他类金融资产的投资，主要包括股票、基金、信托计划和资管计划等。2015~2017 年，华金证券实现投资收益及公允价值变动收益 1.44 亿元、2.44 亿元和 3.38 亿元，在整体市场低迷的背景下实现了较好的收益水平。

表8 华金证券证券投资情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 9 月末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
债券	14.46	94.58	55.55	96.77	81.29	96.37	51.74	90.72
股票	0.04	0.27	1.22	2.12	1.75	2.07	1.73	3.03
基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.24	0.42
信托计划	0.00	0.00	0.00	0.00	0.72	0.85	2.71	4.75
资管计划	0.79	5.15	0.64	1.11	0.60	0.71	0.62	1.08
合计	15.29	100.00	57.40	100.00	84.35	100.00	57.03	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2018 年 9 月末，华金证券自营投资规模 57.03 亿元，较年初下降 32.39%，主要系受市场信用

风险增加影响，公司及时调整投资策略，减少了债券投资规模所致。

根据证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，华金证券对 2015 年末风险控制指标进行了追溯。截至 2018 年 9 月底，华金证券自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 5.65%和 160.09%，均满足监管要求。

总体看，近年来，华金证券保持稳健的投资策略，投资结构以债券为主，根据市场行情变化调整投资规模，自营业务实现了较好的收益。

资产管理业务

华金证券资产管理业务由资产管理部负责运营，业务品种包括集合资产管理业务和定向资产管理业务。近年来，华金证券通过加强团队建设积极拓展新的业务范围和优质客户，继续加大资产管理业务规模。

2015~2017 年，华金证券资产管理业务规模逐年增长，分别为 115.89 亿元、317.14 亿元和 560.63 亿元，年均复合增长 383.76%。从管理资产类型来看，华金证券资产管理业务主要为定向资产管理业务，近三年占比分别为 82.03%、86.23%和 93.05%。从收入实现情况来看，近三年，华金证券资产管理业务收入波动较大，分别为 0.52 亿元、0.19 亿元和 0.31 亿元，2016 年度，华金证券资产管理业务收入较 2015 年度减少 3,241.71 万元，同比下降 62.73%，主要是由于华金证券 2016 年重新搭建产品团队，业务方向重点转向商业银行委外业务，公司确定转型业务方向后，2017 年度华金证券资产管理业务收入较 2016 年度上涨 59.05%；华金证券分别实现集合理财产品收入 128.19 万元、241.43 万元和 250.19 万元，分别实现定向理财产品收入 539.37 万元、1,018.31 万元和 2,452.97 万元。截至 2017 年末，华金证券资产管理产品数量 72 只，较上年增加 26 只，其中集合理财产品 5 只，定向类理财产品 61 只，专项理财产品 6 只。

表 9 华金证券资产管理业务情况（单位：亿元，万元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	管理规模	收入	管理规模	收入	管理规模	收入	管理规模	收入
集合理财	6.27	128.19	7.42	241.43	9.62	250.19	7.43	221.65
定向理财	95.07	539.37	273.48	1,018.31	521.66	2,452.97	392.69	2,114.47
专项理财	14.55	4,500.00	36.24	666.11	29.35	368.49	57.00	253.46
合计	115.89	5,167.56	317.14	1,925.85	560.63	3,071.65	457.12	2,589.58

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2018 年 9 月末，华金证券资产管理规模 457.12 亿元，较年初下降 18.46%，主要系受“去通道”影响，定向理财产品规模下降所致。其中集合理财规模 7.43 亿元，较年初下降 22.77%，主要系年末有两只产品到期所致；定向理财规模 392.69 亿元，较上年末下降 24.72%；资产管理结构较上年末变化不大。收入方面，2018 年 1~9 月，华金证券资产管理业务收入 0.26 亿元，其中仍以定向理财产品为主。

总体看，近年来，华金证券资产管理业务规模增长较快，但 2018 年受“去通道”影响，规模有所下降，主动管理能力有待加强。

信用交易业务

华金证券信用交易业务主要包括融资融券业务和股票质押业务。华金证券融资融券业对客户账户风险进行实时监控，由信用业务部信用交易监控及评估岗密切关注，及时将风险情况通知分支机构融资融券风控专员。华金证券股票质押回购业务建立了严格的审批决策流程和履约保障预警机制，目前风险控制良好，未出现违约项目。

从融资融券来看，近三年，华金证券融资融券开户数目快速增长，分别为 501 户、1,003 户和 1,140 户；融资融券业务规模与市场形势基本趋同，分别为 3.20 亿元、4.73 亿元和 4.39 亿元，年均复合增长 17.13%。近三年，华金证券融资融券业务分别实现利息收入 0.20 亿元、0.27 亿元和 0.28 亿元，年均复合增长 18.22%。

从股票质押业务来看，近三年，华金证券大力拓展股票质押业务，年末股票质押业务规模分别为 1.90 亿元、5.71 亿元和 7.08 亿元，年均复合增长 93.04%；近三年分别实现利息收入 0.11 亿元、0.48 亿元和 0.32 亿元，年均复合增长 73.04%，2017 年收入下降主要系竞争激烈导致费率下降。

截至 2018 年 9 月末，华金证券融资融券账户余额 6.75 亿元，较年初增长 53.76%，股票质押业务余额 9.88 亿元，较年初增长 39.55%。2018 年 1~9 月，华金证券分别实现融资融券利息和股票质押利息收入 0.28 亿元和 0.48 亿元。

总体来看，近年来，公司积极拓展信用业务，融资融券和股票质押业务规模呈总体增长趋势，风险控制较好。

3. 其他业务

期货业务

珠海金控于 2014 年通过旗下珠海铨创全资收购华金期货，截至 2018 年 9 月末，公司持有华金期货 100.00% 股权。华金期货有限公司前身是金谷期货有限公司，成立于 1995 年，是国内最早一批设立的期货公司。华金期货经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理等，具有上海期货交易所、中国金融期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的会员资格。

华金期货立足天津、服务全国、面向全球，为全国各类企业及客户开展包括风险管理、经营顾问及财务顾问等服务。截至 2017 年末，华金期货总资产为 7.39 亿元，总负债为 1.41 亿元，所有者权益合计为 5.98 亿元。2015 年~2018 年 9 月，公司实现期货业务收入分别为 0.33 亿元、0.17 亿元、0.18 亿元和 0.15 亿元。

银行业务

珠海金控对银行板块的投资均为参股，银行板块对珠海金控具有重要战略意义。

银行业务板块中，珠海金控投资涉及的企业主要包括华发财务、珠海华润银行股份有限公司（以下简称“华润银行”）和珠海南屏村镇银行股份有限公司（以下简称“南屏村镇银行”）三家公司。

珠海金控直接持有华发财务 20% 股份，是其重要股东。华发财务于 2013 年 9 月 22 日正式开业，是在横琴新区设立的第一家法人非银行金融机构、珠海市设立的第二家企业集团财务公司。华发财务主要对成员单位办理存款、贷款、结算等相关业务，为成员单位提供财务和融资顾问、信用鉴证等咨询、代理业务，为成员单位提供担保等。截至 2017 年末，华发财务总资产 218.25 亿元，净资产为 33.91 亿元；2017 年实现营业收入 4.85 亿元，净利润 3.07 亿元。

珠海金控通过旗下全资子公司珠海市海融资产管理有限公司（以下简称“珠海海融”）和珠海铨创分别持有华润银行 14.94% 和 7.59% 股权，持股比例合计 22.53%，为华润银行第二大股东。华润银行前身为珠海市商业银行，成立于 1996 年 12 月。2010 年 1 月，华润股份有限公司和珠海市政府对珠海市商业银行实施战略重组，注册资本变更为 56.38 亿元。截至 2017 年末，华润银行已在珠海、深圳、中山、佛山、东莞、惠州、广州设立分行，控股 2 家村镇银行，员工总数 2,629 人。截至 2017 年末，华润银行资产总额 1,525.49 亿元，其中发放贷款和垫款净额 701.82 亿元；

负债总额 1,417.33 亿元，其中存款余额 109.92 亿元；股东权益 108.16 亿元；不良贷款率 1.88%，拨备覆盖率 190.85%；资本充足率为 12.42%，一级资本充足率和核心一级资本充足率均为 9.48%。2017 年，华润银行实现营业收入 36.65 亿元，净利润 11.89 亿元。

金融租赁业务

珠海金控的租赁业务平台为横琴华通金融租赁有限公司（以下简称“华通金融租赁”），珠海金控持有华通金融租赁 35.00% 股份，并列为第一大股东。华通金融租赁于 2015 年 10 月正式开业，注册资本 20.00 亿元人民币，是珠海横琴自贸区成立以来新设的第一家全国性非银行金融机构、广东省第二家金融租赁机构。截至 2017 年末，华通金融租赁资产总额为 85.99 亿元，负债总额为 64.44 亿元，所有者权益合计为 21.55 亿元，2017 年实现营业收入 2.91 亿元，净利润 0.59 亿元。

保险业务

珠海金控的保险业务平台由横琴人寿保险有限公司（以下简称“横琴人寿”）和久隆财险保险有限公司（以下简称“久隆财险”）两家企业构成。

人寿保险方面，横琴人寿于 2016 年 5 月获得保监会批准筹建，2016 年 12 月正式开业。横琴人寿注册资本为 20.00 亿元，由 5 家公司共同出资设立，珠海铎创持股占比 20.00%。

财产保险方面，珠海铎创持有久隆财险 10.00% 股份，为并列第二大股东。久隆财险是经中国保监会批准，由三一集团有限公司等股东共同发起设立的财产保险公司。

创新金融业务

珠海金控大力发展创新金融业务，业务平台包括横琴知交中心，珠海金控持股 51%；广东金融资产交易中心有限公司（以下简称“广东金交中心”），珠海金控持股 49.00%；珠海产交中心，珠海金控持股 100.00%。

横琴知交中心于 2014 年 12 月成立，注册资本 1 亿元人民币，承担国家知识产权运营金融与国际特色试点平台的任务，是国家“1+2+20+N”的知识产权运营体系的重要组成部分。

广东金交中心是广东唯一具有从事国有金融企业资产交易业务资格的全国性金融资产交易中心，于 2013 年 12 月在横琴新区正式运营。2017 年，广东金交中心交易量首次超万亿，交易量全国排名第二。

珠海产交中心注册资本 1.00 亿元，为珠海金控全资子公司，是广东省国资委确定的四家有资格从事省属企业国有产权交易定点机构之一，并且在 2015 年 10 月成为全国首家通过 ISO9001:2000 国际质量管理认证的产权交易机构。

2015 年~2018 年 1~9 月，公司共实现交易平台业务收入 0.14 亿元、0.18 亿元、0.31 亿元和 0.21 亿元。

其他

结合广东省自贸区政策，珠海金控积极探索不动产基金新投融资模式，并探讨股权投资融资和资产证券化等业务。

珠海金控旗下华金担保是目前珠海市唯一全资国有担保公司，注册资本 3.00 亿元，公司持股 100%。公司计划打造其成为珠海市融资担保平台，发挥信用聚集的效应，完善珠海市担保市场体系，缓解小微企业融资难问题。

珠海金控与广东省粤科金融集团有限公司于 2014 年底合作设立广东省粤科科技小额贷款股份有限公司，拓宽了珠海市中小微企业的融资渠道。此外，珠海金控发起设立全资子公司华金小额再贷款，是广东省金融办批准设立的珠海市唯一一家小额再贷款公司。

2018 年，公司为进一步响应政府部门解决小微企业融资难融资贵难题，新设成立珠海铎金商业保理有限公司，为小微企业提供商业保理服务，目前尚处于开业起步阶段。

4. 未来发展

公司的战略定位为珠海及横琴新区运营国有金融资产、进行产业投资的核心平台，实现横琴开发国家战略和推动珠海、横琴金融创新的旗舰企业，各大金融机构落户横琴实现创新发展的战略合作伙伴。

为实现战略定位，公司制定了中期的战略目标，即到 2020 年，实现服务区域覆盖内地及港澳，成为跨越多领域的综合性金融控股集团；逐步实现整体或主营业务上市，配合控股股东华发集团资本市场发展战略，实现国有资本证券化、市场化、国际化。

总体看，公司的发展战略清晰且具有前瞻性，契合国家政策和产业政策发展方向，发展规划能够结合自身优势和企业发展阶段，操作性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年三年连审财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017 年财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留审计意见，2018 年 1~9 月财务数据未经审计。截至 2018 年 9 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 37 家；近年来，公司合并范围新增企业规模相对较小，财务报表可比性强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 331.99 亿元，负债合计 171.07 亿元，其中代理买卖证券款 5.81 亿元，所有者权益 160.92 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 104.30 亿元；2017 年公司实现营业收入 4.54 亿元，净利润 6.37 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 6.22 亿元；经营活动现金流量净额-52.00 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.49 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 339.05 亿元，负债总额 151.02 亿元，其中代理买卖证券款 6.32 亿元，所有者权益 188.04 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 108.04 亿元；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 4.71 亿元，净利润 4.09 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 2.77 亿元；经营活动现金流量净额 38.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.56 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，随着公司各个子公司业务的发展，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 23.80%。截至 2017 年末，公司合并资产总额 331.99 亿元，较年初增长 22.88%，主要系货币资金、买入返售金融资产、可供出售金融资产及长期股权投资增长所致；其中流动资产占资产总额的 51.57%；非流动资产占比为 48.43%。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 171.19 亿元，主要由货币资金（占 47.36%）、结算备付金（占 5.27%）、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产（占 26.70%）及买入返售金融资产（占 11.59%）构成。

近三年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 55.58%；截至 2017 年底，公司货币资金 81.08 亿元，主要是银行存款，占比 98.88%；公司货币资金中受限资金 0.10 亿元，占比较小，主要系期货业务保证金存款。

近三年，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产逐年增长，年均复合增长 77.54%；截至 2017 年末，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 45.71 亿元，较年初增长 10.59%，主要系华金证券股票和债券投资增加所致；其中债券投资余额占比 96.18%，股票投资余额占比 3.82%。

近三年，公司买入返售金融资产逐年增长，年均复合增长 81.27%；截至 2017 年末，公司买入返售金融资产 19.84 亿元，较年初增加 85.05%，主要系华金证券股票质押业务和债券逆回购业务规模上升所致；其中股票质押式回购余额占比 35.68%，债券逆回购占比 64.32%；从剩余期限结构来看，3 个月内的资产占比较大，为 63.32%，3 个月~1 年内的资产占比 26.49%，1 年以上的占比 9.18%，资产流动性较好。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 160.80 亿元，主要由可供出售金融资产（占 33.99%）、持有至到期投资（占 17.00%）和长期股权投资（占 45.45%）构成。

近三年，公司可供出售金融资产持续快速增长，年均复合增长 122.92%；截至 2017 年末，公司可供出售金融资产 54.65 亿元，较年初大幅增长 96.70%，主要系债券投资规模大幅增加所致；其中债券占比 73.61%，信托计划和资管计划占比 26.39%；公司可供出售金融资产未计提减值。

近三年，公司持有至到期投资波动下降，分别为 69.11 亿元、23.89 亿元和 27.33 亿元，年均复合下降 37.11%，截至 2017 年末，公司持有至到期投资 27.33 亿元，主要系公司下属的基金管理子公司投资的资产管理计划构成。

近三年，公司进一步加强股权投资力度，对联营、合营企业的投资额不断增长，长期股权投资年均复合增长 7.26%。公司长期股权投资涉及银行、保险、金融租赁等多个行业，包括珠海华润银行股份有限公司、横琴人寿保险有限公司和横琴华通金融租赁有限公司等多家公司。截至 2017 年末，公司长期股权投资资产余额 73.08 亿元，其中对联营、合营企业的投资占比 96.38%。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 339.05 亿元，较年初基本持平。资产结构方面，截至 2018 年 9 月底，公司流动资产占比 42.75%，非流动资产占比 57.25%，非流动资产占比有所增加，主要系可供出售金融资产增加所致。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主转为非流动资产为主，考虑到公司可供出售金融资产中债券占比较高，流动性较好，公司资产变现能力较强，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

近三年，公司负债总额小幅增长，年均复合增长 2.74%。截至 2017 年底，公司负债合计 171.07 亿元，其中流动负债占比为 74.09%，非流动负债占比 25.91%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债主要由卖出回购金融资产款（占比 54.49%）和其他应付款（占比 12.03%）构成。近三年，公司卖出回购金融资产款持续增长，年均复合增长 116.45%；截至 2017 年末，卖出回购金融资产 69.07 亿元，全部由债券质押式回购构成。

近三年，公司其他应付款分别为 59.40 亿元、57.21 亿元和 15.25 亿元，年均复合下降 49.34%，其中 2017 年大幅减少主要系子公司珠海产权交易中心支付 2016 年代收的股权成交价款 46.72 元；截至 2017 年末，公司其他应付款主要由代收广东基础设施投资基金注资款及与关联方的往来款构成。

截至 2017 年底，公司非流动负债 44.32 亿元，主要由长期借款构成，占比 98.14%；公司长期借款主要为银行借款，其中，质押借款 25.55 亿元（占比 57.65%），主要以公司所持股权质押，信用借款 14.00 亿元（占比 31.59%）。

有息债务方面，截至 2017 年末，公司全部债务 139.45 亿元，较年初增长 54.86%，其中，短期债务占比 68.81%，长期债务占比 31.19%。近三年，随着公司股东增资和资产规模的增加，公司自有资产负债率²，全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均呈下降趋势，2017 年末分别为 50.67%、46.43%和 21.28%，公司杠杆水平适中。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额 151.02 亿元，较年初下降 11.72%；全部债务 124.90 亿元，较年初下降 10.43%。从债务期限结构来看，截至 2018 年 9 月底，公司债务在 1 年内到期的占比 69.71%，1~2 年到期的占比 8.78%，2~3 年到期的占比 5.20%，3~5 年到期的占比 15.52%，5 年以上到期的占比 0.79%，债务偿还期限主要集中在一年以内，存在一定短期偿债压力，需要公司加强流动性管理。

表 10 截至 2018 年 9 月底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元，%）

期限	规模	占比
1 年以内	87.07	69.71
1~2 年	10.97	8.78
2~3 年	6.50	5.20
3~5 年	19.38	15.52
5 年以上	0.99	0.79
合计	124.90	100.00

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司负债规模小幅增长，随着公司资本实力的增强，公司杠杆水平有所下降，处于适中水平，但整体债务结构偏短期，有待优化。

所有者权益

近年来，公司主要依靠股东增资和利润累积增加所有者权益。近三年，公司所有者权益增长较快，年均复合增长 71.73%；截至 2017 年末，公司所有者权益 160.92 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 104.30 亿元，少数股东权益 56.62 亿元，较年初增长 491.22%，主要系少数股东增资所致；在归属于母公司的所有者权益中，股本占 65.63%，资本公积占 21.22%，未分配利润占 12.47%，股本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

截至 2018 年 9 月末，公司所有者权益 188.04 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 108.04 亿元，少数股东权益 80.00 亿元，较年初增长 41.30%。

总体看，近年来，公司依靠增资和利润积累，所有者权益大幅增加，所有者权益结构稳定性较好，但需关注少数股东权益增长对其所有者权益结构稳定性带来的影响。

4. 资本充足性

华金证券

2016 年受股东增资影响，华金证券净资本和净资产规模大幅增加。截至 2017 年末，华金证券净资本和净资产分别为 34.30 亿元和 39.07 亿元，较 2016 年末变化不大；其中，净资本全部为

² 自有资产负债率=自有负债/自有资产×100%；自有资产=资产总额-代理买卖证券款；自有负债=负债总额-代理买卖证券款。

核心净资本，无附属净资本。从主要风控指标来看³，截至 2017 年末，华金证券母公司口径的净资本/净资产指标为 87.79%，较上年末小幅下降，仍处于较高水平；资本杠杆率指标由 2016 年末的 40.54%下降为 30.18%；各项风险资本准备之和由上年末的 7.86 亿元增加至 15.03 亿元，主要系华金证券投资规模增加致市场风险资本准备增加；受各项风险资本准备大幅上升影响，风险覆盖率指标由 2016 年末的 390.88%下降至 2017 年末的 228.17 %；净稳定资金率和流动性覆盖率分别为 176.59%和 1,150.59%，均显著高于行业预警水平。华金券各项风险控制指标处于安全范围内，绝大多数指标远高于行业监管标准，整体风险可控。

表 11 华金证券风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	18 年 9 月末	监管标准	预警标准
核心净资本	12.31	30.71	34.30	34.82	--	--
附属净资本	0.00	0.00	0.00	0.00	--	--
净资本	12.31	30.71	34.30	34.82	--	--
净资产	13.80	32.94	39.07	39.39	--	--
各项风险准备之和	2.80	7.86	15.03	13.64	--	--
表内外资产总额	30.87	75.75	113.65	85.60	--	--
风险覆盖率	440.00	390.88	228.17	255.38	≥100	≥120
资本杠杆率	39.87	40.54	30.18	40.68	≥8	≥9.6
流动性覆盖率	305.46	1,941.84	1,150.59	230.84	≥100	≥120
净稳定资金率	211.69	243.58	176.59	159.17	≥100	≥120
净资本/净资产	89.20	93.23	87.79	88.41	≥20	≥24

资料来源：公司提供

截至 2018 年 9 月末，华金证券母公司口径净资产和净资本分别为 39.39 亿元和 34.82 亿元，较年初变化不大，随着各项风险准备之和下降，风险覆盖率由年初的 228.17%上升为 255.38%，资本杠杆率较年初上升 10.50 个百分点至 40.68%，流动性覆盖率较年初的 1,150.59%下降为 230.84%，公司各项风险控制指标均满足监管要求。

总体看，近年来，受股东增资影响，华金证券资本实力进一步增强，目前以净资本为核心的风险控制指标均优于行业监管水平，资本充足性较好。

5. 盈利能力

近三年，受华金证券收入波动影响，公司营业收入波动下降，年均复合减少 1.12%。2017 年公司实现营业收入 4.54 亿元，较年初下降 12.08%，主要因华金证券承销业务收入下降所致；其中证券期货业务收入 2.73 亿元，占主营业务收入的 60.95%，其中主要来自华金证券营业收入；公司财务顾问费收入占比有所提升，财务顾问费收入占比 18.56%。近三年，公司投资收益分别为 9.48 亿元、13.62 亿元和 10.62 亿元，占营业利润比重分别为 324.64%、237.41%和 177.00%，占比较高。2017 年，公司投资收益主要来自华金证券的投资收益（占比 22.06%）、权益法核算华润银行投资收益（占比 25.06%）、权益法核算润海公司投资收益（占比 27.20%）、权益法核算财务公司投资收益（占比 5.77%）和权益法核算华通金租投资收益（占比 1.95%）。

³证监会自 2016 年 10 月 1 日起正式实施《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，改进净资本、风险资本准备计算公式，将原有净资产/负债、净资本/负债两个指标调整为资本杠杆率指标（核心净资本/表内外资产总额），调整权益类证券计算口径、将衍生品区分权益类和非权益类衍生品，合并融资类业务计算口径；华金证券对 2015 年末风险控制指标进行了追溯。

2015~2017 年, 公司营业成本分别为 0.36 亿元、1.38 亿元和 2.41 亿元, 年均复合增长 157.80%, 主要由证券、期货业务利息支出、财务顾问费, 基金管理费、产权交易服务费成本和知识产权服务费成本构成。从期间费用来看, 近三年, 公司费用总额波动下降, 年均复合减少 14.86%。公司 2017 年期间费用总额 7.71 亿元, 其中管理费用占比最大, 为 74.49%, 销售费用占比 0.09%, 财务费用占比 25.42%, 较年初下降 65.97%, 主要系 2016 年收到增资后偿还了大量债务导致 2017 年年均债务规模较小所致; 管理费用主要为职工薪酬, 占比 60.21%。

从各项盈利指标来看, 近三年, 公司净利润逐年上升, 分别为 2.79 亿元、5.42 亿元和 6.37 亿元, 年均复合增长 51.06%, 2017 年较上年增长主要系财务费用下降影响; 受公司资产规模的增长影响, 公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率均呈下降趋势, 2017 年分别为 3.54%、2.84%和 4.37%, 公司盈利能力尚可。

2018 年 1~9 月, 公司实现营业收入 4.71 亿元, 同比增长 91.01%, 净利润 4.09 亿元, 同比下降 25.05%, 主要系华金证券投资收益减少所致。

总体看, 近年来, 公司营业收入受华金证券收入波动影响较大, 利润的实现对外投资收益依赖度较高, 投资收益的实现受市场行情影响较大, 存在一定不稳定性。

6. 现金流分析

从经营活动来看, 近三年公司经营活动现金流由净流入转为净流出, 且流出规模有所扩大, 分别为 1.74 亿元、-26.16 亿元和-52.00 亿元, 主要系市场行情低迷导致华金证券经纪业务规模下降及收到往来款减少所致。从投资活动来看, 受投资增速放缓且逐步收回投资收到现金影响, 公司投资活动产生的现金流由净流出转为净流入状态, 三年分别为-20.31 亿元、44.89 亿元和 33.73 亿元。从筹资活动来看, 公司筹资活动现金流入主要为吸收投资、取得借款及收到其他与筹资活动有关的现金, 现金流出主要为偿还债务、分配利润及华金证券的法人账户透支业务, 近年来公司外部融资以债务融资为主, 筹资活动现金流保持净流入状态, 三年分别为 27.83 亿元、21.40 亿元和 26.77 亿元。

表 12 公司现金流情况表 (单位: 亿元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
经营活动现金流净额	1.74	-26.16	-52.00	38.17
投资活动现金流净额	-20.31	44.89	33.73	-37.68
筹资活动现金流净额	27.83	21.40	26.77	-6.06
现金及现金等价物余额	36.12	76.24	84.73	79.17

资料来源: 公司提供

2018 年 1~9 月, 公司经营性净现金流 38.17 亿元; 投资性现金净流量-37.68 亿元, 投资规模增加主要系投资规模增加所致; 筹资性净现金流-6.06 亿元, 转为净流出状态主要系偿还债务及利息规模增加所致。

总体看, 公司主要业务受市场行情影响较大, 经营性现金流转为净流出状态, 投资活动规模有所波动, 融资渠道通畅, 整体资金充裕。

7. 偿债能力

从偿债能力指标看, 近三年, 公司流动比率和速动比率逐年上升, 截至 2017 年底, 分别为 1.37 倍和 1.31 倍; 截至 2017 年末, 公司现金短期债务比为 1.34 倍, 现金类资产对短期债务的覆

盖程度较好，短期偿债能力较好。近三年，公司 EBITDA 分别为 9.95 亿元、11.96 亿元和 8.85 亿元，从构成来看，利润总额占比 71.57%，利息支出占比 25.14%，其他为折旧和摊销。2017 年较上年下降主要系利息支出减少所致；近三年，EBITDA 利息倍数逐年上升，EBITDA 全部债务比波动下降，2017 年分别为 3.39 倍和 0.06 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较好，对全部债务覆盖程度较弱。

表13 公司偿债能力指标情况表（单位：倍，亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
流动比率 ⁴	0.60	1.11	1.37	1.31
速动比率	0.60	1.06	1.31	1.24
EBITDA	9.95	11.96	8.85	--
EBITDA 利息倍数	1.51	2.03	3.39	--
EBITDA 全部债务比	0.07	0.13	0.06	--
现金类资产/短期债务	0.57	1.18	1.34	1.20

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保情况。截至 2018 年 9 月底，公司无重大诉讼情况。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司获得主要贷款银行的授信余额为 33.50 亿元，已使用额度 33.50 亿元。

根据人民银行征信报告，截至 2018 年 10 月 31 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司整体偿债能力指标表现较好，考虑到公司资产质量较好并具有较大规模的现金类资产，公司整体偿债能力很强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至 2018 年 9 月底，公司债务总额为 124.90 亿元。本期拟发行债券规模 20.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度较大，如本期债券发行成功，公司债务负担将有所加重。

以 2018 年 9 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 20.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率上升 3.09 个百分点达 47.63%，债务负担仍处于适中水平，本期债券期限为 5 年，公司债务结构有望得到优化，有助于推动公司业务长远发展。

2. 本期债券偿债能力分析

公司本期拟发行不超过 20.00 亿元债券，本期债券发行成功后，公司负债水平将有所上升。以 2017 年底的财务数据为基础，按照公司发行 20.00 亿元债券估算 EBITDA、净利润和股东权益对本期债券本金的保障倍数如下表所示，公司股东权益对本期债券覆盖程度较好、净利润和 EBITDA 对本期债券覆盖程度一般。

⁴计算流动比率和速动比率所用流动资产和流动负债已剔除非自有部分。

表 14 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2017 年底
EBITDA/本期债券本金	0.44
净利润/本期债券本金	0.32
股东权益/本期债券本金	8.05

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，公司资本和盈利对本期债券覆盖程度较好，考虑到公司在区域内及行业内具有较强的竞争优势，股东实力和支持力度较大，公司对本期债券偿付能力很强。

九、担保方信用风险分析

1. 担保条款

华发集团与公司签署了《担保协议书》，并出具了《担保函》，为公司发行本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为本期发行的票面金额不超过 25.00 亿元的债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期间为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

2. 担保人信用分析

（1）华发集团概况

华发集团成立于1986年，现直接隶属于珠海市国资委，为国有资产授权经营单位。截至2018年9月底，华发集团注册资本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。

华发集团目前已形成以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。华发集团经营范围：房地产开发经营（凭资质证书经营）；房屋租赁；轻工业品、黑金属等商品的出口和轻工业品、仪器仪表等商品的进口（具体按粤经贸进字【1993】254号文经营），保税仓储业务（按海关批准项目），转口贸易（按粤经贸进字【1995】256号文经营）；建筑材料、五金、工艺美术品、服装、纺织品的批发、零售；项目投资及投资管理。

截至 2018 年 9 月底，华发集团纳入合并范围控股或全资子公司共 371 家。华发集团控股上市公司 3 家，分别为华发股份（股票代码：“SH.600325”）、华金国际资本控股有限公司（前身为“卓智控股有限公司”，股票代码：“HK.0982”）和华金资本（原力合股份有限公司，股票代码：“SZ.000532”，控制不合并）。目前华发集团本部内设战略运营管理中心、人力资源管理中心、战略并购管理中心、资本管理中心等职能部门。

截至2017年底，华发集团资产总额2,284.79亿元，所有者权益623.92亿元（含少数股东权益374.27亿元）；2017年，华发集团实现营业收入441.55亿元，利润总额49.69亿元。

截至2018年9月底，华发集团资产总额2,813.79亿元，所有者权益792.25亿元（含少数股东权益484.38亿元）；2018年1~9月，华发集团实现营业收入308.76亿元，利润总额31.55亿元。

华发集团住所：珠海市拱北联安路 9 号；法定代表人：李光宁。

（2）华发集团经营分析

经营概况

华发集团经过三十多年的发展，目前已实现由单一的区域型房地产企业转型为以城市运营、

房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+2”业务格局。2015~2017年，华发集团营业收入逐年增长，年均复合增幅为44.65%，主要系房地产和大宗商品批发业务收入快速增长带动；2017年，华发集团实现营业收入441.55亿元，同比增长37.40%。

受毛利率水平较低的大宗商品批发业务收入占比上升、房地产开发业务毛利率波动下降等因素影响，华发集团近三年综合毛利率有所下降，分别为24.45%、22.25%和22.09%。

分业务看，近三年华发集团各主要业务收入规模均呈上升趋势。2015~2017年，受交付房屋结转的销售收入增加影响，华发集团房地产销售收入年均复合增长56.39%，2017年为191.70亿元，同比增长52.73%，占营业收入比重为43.41%；华发集团房地产业务保持较高的毛利率水平，2017年同比下降4.97个百分点至28.31%，主要系毛利较低的项目结转比重较大影响。近三年，受益于土地出让规模的扩大，华发集团土地一级开发收入年均复合增长14.33%，2017年，华发集团实现土地一级开发收入51.03亿元，同比增长18.43%，毛利率波动主要系出让地块用途、地理位置、价格及利润加成比例不同所致。城市运营、房产开发作为华发集团传统核心产业，是华发集团利润的主要来源及可持续发展的主要支撑，收入占比和毛利率处于较高水平。大宗商品批发业务是仅次于房地产业务的第二大收入来源，受限于行业特征和盈利模式，利润率低、盈利能力弱。2017年，华发集团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%，同期华发集团大宗商品批发业务毛利率水平同比下降主要系行业竞争加剧、控制贸易风险调整产品种类所致。近年来，作为华发集团核心突破板块的金融板块业务快速发展，全牌照业务格局逐步完善；收入来源包括利息收入、手续费及佣金收入、顾问咨询费、担保收入等，业务规模不断扩大，收入水平持续提升；2017年金融板块实现收入7.47亿元，毛利率水平同比下降系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。汽车销售、物业服务等配套板块在华发集团持续的培育下保持收入增长趋势，但对收入和利润贡献小。

表 15 华发集团营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	206.10	97.67	24.88	312.87	97.35	22.39	432.49	97.95	22.26
房地产销售	78.37	37.14	30.31	125.51	39.05	33.28	191.70	43.41	28.31
土地一级开发	39.04	18.50	48.99	43.09	13.41	45.47	51.03	11.56	68.51
金融类业务	7.29	3.45	99.95	7.34	2.28	99.91	7.47	1.69	70.12
大宗商品批发	71.73	33.99	0.97	123.51	38.43	0.45	163.70	37.07	0.29
汽车销售	2.26	1.07	7.87	3.34	1.04	6.98	4.77	1.08	8.73
物业服务	2.44	1.16	14.25	2.91	0.91	18.70	5.57	1.26	16.44
其他主营业务	4.97	2.36	-2.21	7.18	2.23	0.53	8.24	1.87	0.14
其他业务收入	4.93	2.33	6.39	8.50	2.65	17.14	9.06	2.05	13.90
合计	211.03	100.00	24.45	321.37	100.00	22.25	441.55	100.00	22.09

资料来源：华发集团提供，联合评级整理。

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。

2018年1~9月，受大宗商品批发、房地产销售等收入增加影响，华发集团实现营业收入308.76亿元，同比增长28.43%；同期，华发集团综合毛利率为19.89%，较上年有所下降，主要系房地产销售业务毛利率下降及利润水平较低的商贸业务占比上升所致。

房地产开发

华发集团房地产开发业务主要由华发股份负责。华发股份于2004年2月在上海证券交易所上

市，截至 2018 年 9 月底，华发集团对其持股比例为 24.19%。华发股份作为华发集团合并范围内的上市子公司，拥有较为独立的经营权。

2015~2017 年，华发股份分别实现营业收入 83.08 亿元、132.99 亿元和 199.17 亿元，年均复合增长 54.83%；其中房地产销售收入分别为 78.27 亿元、125.40 亿元和 190.08 亿元，年均复合增长 55.84%。分区域看，珠海地区是华发股份近三年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。2018 年 1~9 月，华发股份实现营业收入 94.29 亿元，同比增长 34.07%；毛利率为 25.25%，较上年下降主要系结转项目利润水平较低所致。

华发股份经营模式以自主开发销售为主，并稳步推进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，北京、上海、广州、武汉、苏州、南京、大连等重要一线城市及二线城市为发展重点”的战略布局。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。

受益于近年来项目储备的增加，华发股份近三年项目开发步伐不断加快，新开工、竣工及期末在建面积呈上升趋势。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 1~9 月，华发股份新开工面积 253.62 万平方米，期末在建面积 804.33 万平方米。

表 16 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
新开工面积	219.72	235.42	220.47	253.62
竣工面积	106.05	133.56	215.28	156.40
期末在建面积	451.53	567.31	715.35	804.33
合同销售面积	79.77	167.68	133.76	158.12
合同销售金额	133.00	357.25	310.17	403.30
合同销售均价	1.67	2.13	2.32	2.55

资料来源：华发集团提供

销售方面，2015 年华发股份签约销售面积同比略有减少，但受销售均价大幅增长带动，签约销售金额同比增长 65.53%至 133.00 亿元。销售区域上仍以珠海市为主，同时还有中山、广州及沈阳等地的项目。2016 年华发股份实现签约销售面积 167.68 万平方米，较 2015 年增长 110.20%；实现签约销售金额 357.25 亿元，较 2015 年增长 168.61%。从销售价格上看，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，华发股份 2016 年销售均价大幅增长至 2.13 万元/平方米。销售区域上仍以珠海市为主，同时还有中山、上海、武汉、大连等地的项目。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，重点拓展上海、广州、武汉等核心城市，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，华发股份 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,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%,成为华发股份新的利润贡献点。在深耕珠海市场的基础上,实现了核心城市的重点突破,推动市场格局的显著优化和全面发展。2018 年 1~9 月,华发股份实现签约销售金额 403.30 亿元,同比增长 93.80%。

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 1~9 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面积 70.94 万平方米,分布于武汉、苏州、无锡、青岛、大连等。截至 2018 年 9 月底,华发股份土地储备建筑面积为 1,066.56 万平方米。

总体看,近年来华发集团房地产板块投资及销售情况保持良好发展态势,较大规模的预收账款及项目储备为未来收入提供了有力保障。华发股份在建项目主要集中在武汉、珠海等二线核心城市,项目储备主要集中在南京、武汉、珠海等,部分项目位于东北地区。同时,联合评级注意到华发股份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。

(3) 城市运营

华发集团城市运营板块主要由珠海华发综合发展有限公司(以下简称“华发综合发展”)下属子公司华发城市运营投资控股有限公司(以下简称“华发城运”)负责,业务内容包括产业园区及城市片区开发、城市综合体建设、城市更新、市政设施及保障房建设等,项目布局从横琴十字门中央商务区为代表的区域开发扩展到高新、金湾、斗门、香洲、高栏港等珠海多个区域。目前,城市运营板块已形成平台公司(即华发城运)+区域公司两级架构,平台公司统一负责策划推广、研究发展、工程管理、公建设计管理、规划市政设计、招采管理、成本管理、招商及资产管理等职能,区域公司负责管理片区内项目建设。

华发集团经政府授权自筹资金从事片区土地一级开发、基础设施建设、市政设施及保障房等的建设工作,同时,利用土地储备开发商业类地产项目。华发集团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,华发集团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。

土地一级开发

目前,华发集团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、富山产业新城项目等。

珠海十字门中央商务区建设控股有限公司(以下简称“十字门公司”)主要负责十字门中央商务区 5.77 平方公里(其中,湾仔片区 2.28 平方公里,横琴片区 3.49 平方公里)的土地一级开发、市政基础设施建设、重点项目建设及招商引资等工作。根据《珠海十字门中央商务区土地一级开发协议》和《珠海十字门中央商务区土地一级开发操作办法》,十字门公司负责按年度制定实施土地一级开发计划,土地出让后,珠海市财政局按土地功能不同,从土地出让金中扣除相关税

费后再将剩余的等额资金按确定的相应比例拨付十字门公司作为收益。

珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金公司”）具体负责对珠海金湾区航空新城核心区约 3.8 平方公里的土地一级开发和市政基础设施建设，根据华发集团与珠海金湾区人民政府签订的《珠海金湾区航空新城开发战略合作框架协议》，开发资金由华发集团负责筹集，相关投资支出由核心区开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入等额资金优先偿还，投资收益由管理费和一定比例的可出让经营性用地的土地增值收益等额资金来实现。

珠海华保开发建设有限公司（以下简称“华保公司”）具体负责对珠海市保税区二期范围内 2.3 平方公里的土地一级开发和市政道路工程建设。根据华发集团与保税区管委会签订的《珠海市保税区二期土地一级开发合作协议》，开发资金由华发集团负责筹集，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华保公司所支付的土地一级开发成本后，华保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。

子公司珠海华发高新建设控股有限公司与珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会签订《珠海高新区北围土地一级开发协议》，负责对珠海高新区北围项目约 8.6 平方公里土地的一级开发和市政道路、绿化景观、桥梁、围填海等市政基础设施建设。项目投资资金将通过珠海华发高新建设控股有限公司自有资金和银行借款等方式统筹解决。未来华发集团将根据市场的需求，分批出让北围的住宅、商住及工业用地。项目经营性用地的土地出让金收入在扣除应上缴省、市费用后，剩余作为区级土地出让分成；区级土地出让分成由珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会提取一定比例资金后，剩余部分等额资金全额拨付给项目公司。

珠海富山工业园投资开发有限公司（原珠海华富开发建设有限公司）负责对珠海市斗门区富山产业新城起步区土地一级开发项目（开发面积 2.5 平方公里）和起步区以外（147.5 平方公里）的市政基础设施项目。根据华发集团与珠海市富山工业园管理委员会签订的《富山产业新城合作开发协议》及补充协议，项目的开发资金由华发集团负责筹集，投资收益由固定投资补偿和投资增值收益来实现。其中，固定投资补偿以项目开发建设成本为基数计提一定比例作为固定投资补偿。投资增值收益是在开发范围内可出让用地出让后，政府以与土地出让收入（扣除应上缴省、市政策性缴纳资金等费用后）等额的财政资金支付华发集团项目开发建设总成本及固定投资补偿，余额部分等额资金即为投资增值收益。投资增值收益双方按一定比例进行分配。

随着土地出让规模的增加，近三年，华发集团土地一级开发收入年均复合增长 14.33%。2017 年，实现土地一级开发收入 51.03 亿元，同比增长 18.43%，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，土地一级开发业务毛利率水平大幅上升至 68.51%。2017 年土地一级开发业务获得回款 50 亿元。2018 年 1~9 月，华发集团实现土地分成收入 13.28 亿元，出让地块主要来自十字门中央商务区和金湾航空新城。

表 17 华发集团土地出让情况（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			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
土地出让数量	5	2	5	2	2	7	3	2
出让建筑面积	63.34	16.88	45.50	27.03	40.25	70.45	31.60	26.81
分成收入	22.46	6.71	12.80	8.17	15.72	15.59	13.42	5.11
结转开发成本	5.58	1.72	4.73	1.22	13.47	5.78	5.12	1.62
开发收益	16.88	4.99	8.07	6.95	2.25	9.81	8.31	3.49
毛利率	75.16	74.37	63.05	85.10	14.31	62.92	61.92	68.30

项目	保税区二期				高新区北围			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
土地出让数量	--	5	5	--	2	5	5	--
出让建筑面积	--	10.34	25.11	--	21.70	39.47	50.80	--
分成收入	--	1.78	3.18	--	0.87	19.01	21.63	--
结转开发成本	--	1.83	3.09	--	0.87	14.16	3.13	--
开发收益	--	-0.05	0.09	--	0.00	4.85	18.50	--
毛利率	--	-2.81	2.83	--	0.00	25.51	85.53	--

资料来源：华发集团提供

注：1. 合计数不等于分项之和系四舍五入所致；2. 上表数据以财务结转口径统计，比实际发生情况略有滞后。

目前华发集团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 9 月底已投资 154.18 亿元。2018~2020 年，华发集团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，仍存在较大资金需求。

表 18 截至 2018 年 9 月底华发集团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 9 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	63.20	3.10	6.00	6.00
金湾航空新城片区开发项目	3.80	35.00	31.84	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	22.31	3.30	2.00	2.00
富山产业新城片区开发项目	150.00	500.00	27.60	21.50	30.00	35.00
合计	170.47	779.00	154.18	34.90	40.60	46.00

资料来源：华发集团提供

根据华发集团提供的预测，2018~2022 年，十字门中央商务区等五个项目预计出让土地面积共计 1,281.86 万平方米，预计可获得土地出让收入分成 306.34 亿元。但联合评级同时注意到，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，华发集团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，项目后期持续投入资金来源的稳定性有一定的风险。

表 19 华发集团土地一级开发未来收入分成预测情况（单位：万平方米，亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	出让 面积	收入 分成	出让 面积	收入 分成	出让 面积	收入 分成	出让 面积	收入 分成	出让 面积	收入 分成
十字门中央商务区片区开发项目	90.04	33.20	23.96	8.63	43.59	16.74	--	--	--	--
金湾航空新城片区开发项目	44.16	13.70	51.72	9.08	17.80	6.28	13.51	5.61	--	--
保税区二期片区开发项目	48.77	8.52	68.08	12.67	72.63	13.08	57.72	8.51	--	--
高新区北围片区开发项目	9.96	6.02	29.56	10.45	19.97	12.59	43.19	15.89	73.10	4.00
富山产业新城片区开发项目	70.00	8.23	96.00	14.09	127.00	27.78	149.00	42.97	132.10	28.30
合计	262.93	69.67	269.32	54.92	280.99	76.47	263.42	72.98	205.20	32.30

资料来源：公司提供

经营性项目

华发集团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。华发集团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 9 月底，自营项目计划总投资 198.98 亿元，已投资 133.33 亿元，未来仍需投入 56.43 亿元，投资规模仍较大。

表 20 截至 2018 年 9 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 9 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	87.0	0.3	--	--
横琴国际金融大厦	1.84	20.00	43.00	21.75	5.6	7.20	12.10
横琴金融产业基地	20.00	8.80	8.00	7.6	0.63	--	--
横琴创意谷	10.00	13.70	10.00	9.34	0.1	--	--
会展商务组团(二期)	5.18	27.50	43.50	5.53	1.5	8.00	15.00
蓝湾智岛总部基地中心二期	1.95	7.77	7.48	2.11	1.4	3.20	1.40
合计	58.97	148.17	198.98	133.33	9.53	18.40	28.50

资料来源：公司提供

珠海十字门中央商务区会展商务组团（一期）项目位于十字门中央商务区北区，主要建设内容为珠海国际会议中心、国际展览中心、国际甲级写字楼、五星级酒店、超五星级酒店、商务公寓及商业等设施。项目用地于 2010 年 4 月通过招拍挂方式取得。正式运营后收入来源包括会展收入、酒店收入和写字楼租售收入等。目前，会展商务组团（一期）中展览中心、会议中心已于 2014 年 10 月正式开业，喜来登酒店、公寓式酒店已于 2015 年投入运营，330 米高的标志性塔楼（上部为瑞吉酒店、下部为甲级写字楼）核心筒已建成封顶，幕墙已施工完毕，正在进行内部装修，预计于 2018 年 9 月建成并投入运营。

会展商务组团（二期）项目总建筑面积约 27.5 万平方米，其中地上 18.1 万平方米、地下 9.4 万平方米，建筑功能包含会展、办公和商业，二期项目将进一步发展扩大会展功能优势。会展商务组团（二期）项目于 2015 年下半年开展设计工作，于 2017 年初动工，目前正进行桩基础工程施工，预计 2021 年建成。

横琴国际金融中心大厦位于十字门中央商务区中心区域，功能为国际甲级写字楼、商务公寓及商业服务设施。项目用地通过招拍挂的方式于 2009 年 11 月取得，于 2013 年 8 月启动基坑开挖与支护工程，主体结构施工于 2015 年下半年进行，水电安装及室内外工程已于 2016 年末逐步展开，项目预计 2019 年建成投产。未来收入来源包括写字楼、公寓及商业的出售和出租收入。

横琴金融产业服务基地是珠海市政府落实横琴开发国际战略的重要举措，是横琴开发国际战略实施以来第一个投入运营的产业园区项目，总用地面积约 20 万平方米，总建筑面积约 8.8 万平方米，预计总投资约 8.0 亿元；共分三期建设，分别为一期横琴金融产业服务基地、二期横琴金融产业创新基地及三期横琴金融产业发展基地。其中，一期、二期已完工运营，三期拟建 13 栋现代化建筑，目前 11 栋办公楼已完工，剩余 2 栋预计于 2018 年内完工。

横琴创意谷项目是十字门公司的全资子公司珠海华发华宏开发建设有限公司与横琴新区管委会合作开发建设的中小企业创新创业基地，并通过企业办公、SOHO 办公、商务公寓的建设，为基地提供商务与配套需求。项目收入包括各功能区的租金及横琴新区提供的补偿金。由于项目投资规模大、建设标准高，且扶持中、小、微企业准入条件及租金政策有优惠，根据《横琴创新产业基地合作框架协议》，合作期满后，横琴新区将对项目提供合理的补偿金，金额不低于本项目的建设成本费用及合理收益。横琴创意谷项目已基本完工。

蓝湾智岛总部基地中心二期为华发集团 2017 年新增项目，主要位于珠海市高新区前湾二路，

总建筑面积77691平方米，以建设普通办公和酒店式办公为主，辅以商业裙楼底商。项目于2017年9月28日启动基坑开挖与支护工程，主体结构施工于2018年下半年进行，项目预计2020年建成投产，未来收入来源包括写字楼、公寓及商业的出售和出租收入。

土地储备

除房地产开发和土地一级开发外，截至2018年9月底，华发诚运通过招拍挂的形式取得了占地面积合计99.56万平方米、计容建筑面积349.34万平方米的土地的使用权；通过增资方式获得占地面积合计28.48万平方米，计容建筑面积79.36万平方米的土地使用权。

整体看，华发集团城市运营板块项目储备充足，未来投资规模大，资金平衡依赖的土地分成及土地转让收入受经济环境和政策影响存在一定不确定性。

（4）金融及产业投资

华发集团金融板块经营主体主要是珠海金控⁵和华发财务。

华发财务主要经营范围为对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；办理成员单位之间的委托贷款；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；从事同业拆借等。主要收入为利息收入。

华发集团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，及对外投资所获取的投资收益。2015~2017年，华发集团金融类业务分别实现营业收入7.29亿元、7.34亿元和7.47亿元，以利息净收入和手续费及佣金收入为主，近三年两者合计占比均超过85%。2017年，金融板块营业收入中利息净收入5.64亿元（主要来自华发财务），手续费及佣金收入1.23亿元（主要来自华金证券）。

华发集团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。2015~2017年，华发集团分别实现投资收益11.62亿元、13.07亿元和10.69亿元，2017年同比下降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。2015~2017年华发集团投资收益中持有至到期投资在持有期间的投资收益（主要来自信托收益）分别为9.34亿元、4.56亿元和0.70亿元；权益法核算的长期股权投资收益分别为0.38亿元、4.08亿元和6.07亿元；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分别为0.84亿元、2.16亿元和1.88亿元。

华发集团利用自身产业和资金优势，成立产业投资板块，经营主体包括华金资本、英飞尼迪投资控股集团有限公司和珠海科技创业投资有限公司（实际控制人珠海市国资委，委托华发集团经营管理）等；同时积极通过与外部机构成立股权投资管理基金的方式进行项目投资。目前已累计完成投资项目超200余个，包含深圳优必选、博纳影业、云洲智能等多个“独角兽”项目，累计投资超过160亿元。2017年7月，珠海市政府决定组建珠海发展投资基金，基金总规模100亿元，其中华发集团认缴出资26.8亿元，珠海金控出资42.2亿元，其余资金来自格力集团和横琴金融投资集团。珠海发展投资基金由珠海金控全资子公司担任基金管理人，并纳入其合并报表。截至2018年7月底，珠海发展投资基金母基金已到位资金64.97亿元⁶，已投决审议通过子基金18支（其中已实缴出资子基金6支，已实缴26.33亿元）。未来，珠海发展投资基金将作为珠海市产业和基础设施领域投资母基金，根据政府引导、市场化运作的原则，通过基金的引导放大效应，在经济转

⁵对珠海金控的详细分析见本报告其他章节

⁶珠海金控（代珠海市财政）42.2亿元已全部到位，横琴金融投资集团（代横琴新区财政）10亿元已全部到位，华发集团根据实缴通知到位7.08亿元，格力集团根据实缴通知到位5.29亿元，珠海基金管理公司根据实缴通知到位3000万元，深圳华金瑞盈根据实缴出资1000万元已协议转让给珠海珠海基金管理公司（转让后珠海基金管理公司占比1%）。

型升级、结构调整等方面发挥作用。

未来随着国家推动金融业服务实体经济及金融市场的进一步发展，华发集团有望利用下属金融牌照平台进一步做大、做强，发挥行业协同效益，业务领域和利润水平不断提高。联合评级同时注意到珠海金控下属期货、金融租赁、人寿保险等牌照业务尚处于培育期，竞争力有待提升。

（5）配套服务板块

商贸服务

华发集团商贸服务板块主要由华发综合发展下属子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）及其下属的珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）、香港华发投资控股有限公司负责，具体业务包括大宗商品批发和汽车销售。

①大宗商品批发

华发集团大宗商品批发业务采取以销订购的经营模式，待下游客户有实际订单后，再向上游供货商购货。华发集团在按照下游客户的要求找到适合的货源后，华发商贸风控委员会为其做风险评估，根据实际情况确定账期、额度；华发商贸通过比价或谈判确定货源价格，并与上下游协商达成一致后，签订贸易合同，锁定货物价格及数量，风险相对较小。

受下游客户需求及华发集团风控要求等影响，近年来华发集团主要贸易品种有所变化：2015年，华发集团大宗商品贸易产品以燃料油、铜矿石、LCD 液晶屏等为主，毛利率水平处于近三年以来的最高水平；2016年，新增有色金属（电解铜）贸易，不再开展钢材贸易业务，适度缩减化工产品贸易规模；2017年，华发集团主动收缩风险较高的燃料油等业务，扩大有色金属（电解铜）贸易规模。2015~2017年，华发集团分别实现大宗商品批发收入 71.73 亿元、123.51 亿元和 163.70 亿元，年均复合增长 51.07%；前五大贸易产品收入合计占大宗商品贸易收入的比重波动上升，2017 年为 85.60%，产品集中度较高；同期，华发集团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。

从上下游及结算方式看，华发集团贸易双方均为行业中规模较大企业，信誉度较高，结算方式根据实际客户情况及交易品种不同有一定差异。2017 年，前五大供货商采购金额占比 55.93%，集中度较上年略有下降（2016 年为 58.78%），结算方式主要为货到付现款（对国内上游供货方）及 90 天信用证结算（对进口贸易中国外供货方）。下游销售商方面，华发商贸根据下游客户信用等级不同通常给予 45~60 天的账期或采取现款结算。2017 年，华发集团前五大销售商销售金额占比合计 40.00%，受贸易规模增加及风控影响集中度较 2016 年下降 20.36 个百分点。

总体看，近年来华发集团大宗商品贸易规模快速增长；同时，通过调整贸易品种、提高现款结算比例等防控贸易风险；但华发集团大宗商品贸易板块整体毛利率水平低，对华发集团整体盈利贡献小。

②汽车销售

华发集团汽车销售业务由华发商贸下属子公司华发汽车负责。目前，华发汽车合计拥有 4 家店面，其中本部店面以进口汽车的销售和维修为主，3 家分公司分别经营上海大众、斯柯达和雪佛兰三个品牌的汽车销售和维修业务。2015 年华发汽车收购珠海德和天成汽车有限公司后将其更名为珠海华发天成汽车有限公司，经营上汽荣威品牌。2016 年，珠海华发天成汽车有限公司获得广汽传祺的特许经营权，改为专营广汽传祺。2016 年华发汽车新成立广州铨发汽车贸易有限公司一家子公司，具体负责平行进口车业务。除进口车向国内代理或分销商购买外，华发集团其余汽车向生产厂家直接购买。汽车采购的结算方式主要为现金结算和大众金融融资购车。汽车销售主要以零售客户为主，一般以现金结算，并有少量定金。2015~2017 年华发集团汽车销售分别实现

收入 2.26 亿元、3.34 亿元和 4.77 亿元，年均复合增长 45.36%。

文体教育及现代服务

华发集团文化教育业务主要由珠海华发文教旅游产业发展有限公司（以下简称“华发文教”）负责，现代服务业务主要由华发综合发展下属的珠海华发现代服务投资控股有限公司（以下简称“现代服务公司”）负责。业务范围涵盖公益类业务（文化、体育、教育、会展）及商业类业务（酒店管理、物业服务、人力资源管理、清洁）。

2017 年文体教育板块实现收入 1.27 亿元，主要来自教育服务、体育运营、演出收入等；现代服务板块收入以物业管理收入为主。目前华发物业进行物业管理的物业包括华发集团及下属子公司持有的商业和住宅物业，以及对外承接管理的物业，物业面积超过 2000 万平方米。近年来，华发集团物业管理收入持续增长，2017 年实现收入 5.57 亿元，同比增长 91.34%。

（6）华发集团财务分析

财务概况

华发集团提供的2015~2016年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，2017年度合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构均出具了无保留意见的审计结论。华发集团提供的2018年1~9月财务数据未经审计。截至2018年9月底，华发集团合并范围包括子公司371家。总体看，近三年及一期华发集团合并范围变化主要系华发股份新设房地产项目公司导致，合并范围变化对华发集团财务数据可比性影响较小。

截至2017年底，华发集团资产总额2,284.79亿元，所有者权益623.92亿元（含少数股东权益374.27亿元）；2017年，华发集团实现营业收入441.55亿元，利润总额49.69亿元。

截至2018年9月底，华发集团资产总额2,813.79亿元，所有者权益792.25亿元（含少数股东权益484.38亿元）；2018年1~9月，华发集团实现营业收入308.76亿元，利润总额31.55亿元。

资产质量

近年来，随着经营规模的扩大，华发集团资产总额快速增长，三年复合增长率为 20.44%。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%。

2015~2017 年，华发集团流动资产快速增长，年均复合增幅为 20.88%。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，流动资产同比增长 20.15%至 1,869.81 亿元；主要由存货、货币资金、其他流动资产等构成。

2015~2017 年，华发集团货币资金逐年增加，年均复合增幅为 41.49%。2017 年底，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。

2015~2017 年，华发集团存放同业款项年均复合增长 9.64%，2017 年底为 84.57 亿元，同比增长 7.19%，全部为存放境内银行同业。

华发集团以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是购买的债券和股票投资（以债券为主），2017 年底账面余额为 45.71 亿元，同比增长 10.59%，主要系债券投资增加所致。

2015~2017 年，华发集团应收账款波动下降，2017 年底为 19.35 亿元，同比增长 171.19%，主要因应收土地出让收益分成及应收货款增加，年末应收账款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。

2015~2017 年，华发集团预付款项持续上升，年均复合增长 18.07%。2017 年底，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。

华发集团存货主要由开发成本、开发产品及出租开发产品等构成，近三年年均复合增长 15.79%；2017 年底华发集团存货同比增长 18.54%至 1,270.49 亿元；其中，开发成本 1,148.33 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，开发成本中较上年末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、南京华帛 G35 项目、佛山亲仁路项目、嘉兴鹭栖庭院*1 等。华发集团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 年底华发集团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。

2015~2017 年，华发集团其他流动资产年均复合增长 59.05%，2017 年底为 104.91 亿元，同比增长 127.83%，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。

2015~2017 年，华发集团非流动资产年均复合增长 18.53%。2017 年底华发集团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。构成主要以长期股权投资、固定资产、可供出售金融资产为主。

2015~2017 年，华发集团可供出售金融资产快速增长，2017 年底为 80.74 亿元，同比增加 47.65%，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。年末华发集团可供出售金融资产中可供出售债务工具 55.34 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华发集团认购的“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华发集团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。

2015~2017 年，华发集团长期股权投资年均复合增长 32.00%。2017 年底为 146.70 亿元，同比增长 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，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。

2018 年 9 月底，华发集团资产总额 2,813.79 亿元，较上年底增长 23.15%，主要系存货、货币资金、可供出售金融资产等增加所致；资产构成仍以流动资产为主，期末流动资产比重为 82.96%，较上年底略有上升。2018 年 9 月底，华发集团受限资产账面价值合计 271.89 亿元，以存货、长期股权投资、货币资金、固定资产和投资性房地产为主，另有少部分应收账款、无形资产及在建工程；受限资产账面价值占资产总额的 9.66%。

总体看，随着经营规模的扩大，华发集团资产总额不断增长，资产构成以存货、货币资金等流动资产为主，符合其房地产开发及土地一级开发为主业的特征。华发集团整体资产质量较好。

但受限资产规模较大，对流动性产生一定影响。

负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，华发集团负债总额快速增长，年均复合增幅为 17.73%。2017 年底，华发集团负债总额同比增长 16.34%至 1660.87 亿元，主要系对外借款及房地产预售增多影响。从构成看，受预收款项等快速上升带动流动负债增长影响，华发集团流动负债比重逐年提升，2017 年底为 57.46%。2015~2017 年，华发集团流动负债年均复合增长 29.01%；2017 年底为 954.29 亿元，同比增长 22.37%，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。

2015~2017 年，华发集团短期借款波动下降，2017 年底为 140.84 亿元，同比增长 154.71%，以保证借款、信用借款和抵押借款为主。

华发集团流动负债中预收款项占比较高，主要为华发股份预收房款。2015~2017 年，预收款项大幅增长，年均复合增幅为 86.54%；2017 年底，预收款项同比增长 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）及收到珠海高新技术产业开发区发展改革和财政局拨付的土地一级开发款项（4.02 亿元）。

2017 年底华发集团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。华发集团其他流动负债主要为发行的超短期融资券，2017 年底同比增加 65.56%至 81.16 亿元。

2015~2017 年，华发集团非流动负债年均复合增长 6.34%，2017 年底，华发集团非流动负债为 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。

2015~2017 年，华发集团长期借款波动下降，年均复合下降 2.27%；2017 年底，华发集团长期借款 441.40 亿元，同比增长 9.32%，以抵押借款、保证借款等为主。

2015~2017 年，华发集团应付债券逐年增长，年均复合增幅为 30.64%。2017 年底，华发集团应付债券 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。

华发集团长期应付款为华发物业资产支持证券和售后回租融资款，2017 年底为 9.24 亿元，同比减少 12.38%。

将华发集团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，近三年全部债务逐年增长，年均复合增幅为 11.48%，2017 年底全部债务同比增长 21.84%至 1150.67 亿元，其中短期债务占 39.27%，长期债务占 60.73%；受 2017 年短期借款、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，近三年资产负债率、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%。

将华发集团发行的永续债调入债务后，2017 年底，华发集团有息债务规模为 1,310.36 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。考虑到负债中预收账款规模较大，实际负债水平轻于上述指标值。

2018 年 9 月底，华发集团负债总额较上年底增长 21.72%至 2,021.54 亿元，主要系一年内到期

的非流动负债、短期借款、预收款项增加所致。

总体看，随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，华发集团负债总额逐年增加，债务规模较大，债务负担较重。

所有者权益

受永续债发行、子公司少数股东权益增长及留存收益增加等因素影响，2015~2017 年，华发集团所有者权益逐年增长，年均复合增幅为 28.68%；2017 年底华发集团所有者权益同比增长 34.45%至 623.92 亿元。从构成看，所有者权益中少数股东权益占 59.99%，资本公积占 18.96%、其他权益工具占 11.54%。

2017 年底华发集团实收资本 11.20 亿元，2016 年同比增长系根据珠国资【2016】256 号《关于修改华发集团公司章程的批复》，华发集团将资本公积 1.20 亿元转增实收资本。

华发集团少数股东权益规模较大，主要是合并华发股份所致。2016 年少数股东权益同比增长 17.87%，主要来自华发股份少数股东权益增加。2017 年，华发集团少数股东权益同比增加 151.65 亿元至 374.27 亿元，主要系：因审计报告分类，华发集团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华发集团合并华发股份、华金证券等，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）。

2015~2017 年，华发集团其他权益工具分别为 28.00 亿元、69.69 亿元和 72.00 亿元，其中 2015~2016 年主要为子公司综合发展发行的永续中票（2017 年将其调入少数股东权益），2017 年底为华发集团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⁷。

2018 年 9 月底，华发集团所有者权益 792.25 亿元，较上年底增长 26.98%，主要系资本公积及少数股东权益增加所致。所有者权益构成较上年底变化不大。2018 年 9 月底，华发集团资本公积较上年末增长 44.16%，主要系子公司华发综合发展引入少数股东（珠海工智股权投资基金（有限合伙）及珠海农智股权投资基金（有限合伙））的投资，投资价款与按持股比例相对应享受的可辨认净资产份额之间的差额增加资本公积溢价。

总体看，受永续债发行、少数股东权益及留存收益增加影响，华发集团所有者权益规模呈上升趋势；但所有者权益以少数股东权益和资本公积为主，稳定性一般。

盈利能力

受房地产开发、大宗商品批发和土地一级开发业务等收入增长影响，2015~2017 年，华发集团营业收入快速增长，年均复合增幅为 44.65%；2017 年，华发集团实现营业收入 441.55 亿元，同比增长 37.40%；受收入增长影响，近三年华发集团营业成本年均复合增长 46.89%，成本增速高于营业收入增速，2017 年营业成本为 344.01 亿元。华发集团营业利润率有所下降，2017 年为 17.56%。

近三年华发集团期间费用逐年上升，2017 年为 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；近三年华发集团财务费用逐年下降，主要受益于平均融资成本下降、经营管控的提升及利息收入增加。2017 年，华发集团期间费用率为 9.06%。

2015~2017 年，华发集团分别实现投资收益 11.62 亿元、13.07 亿元和 10.69 亿元，受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为华发集团利润的重要补充。从构成看，2017 年华

⁷ 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%。

发集团投资收益中：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（主要来自华发集团持有的债券、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，2017 年投资收益同比下降 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。2015~2017 年华发集团利润总额年均复合增长 79.48%，2017 年为 49.69 亿元。

从盈利指标看，近三年华发集团总资本收益率和净资产收益率均逐年上升，2017 年分别为 3.00%、5.54%，盈利能力不断增强，当仍属一般水平。

2018 年 1~9 月，华发集团实现营业收入 308.76 亿元，同比增长 28.43%，主要系大宗商品贸易及房地产销售收入同比增加所致。营业利润率同比下降 0.98 个百分点至 16.58%。同期，华发集团实现投资收益 14.83 亿元，同比大幅增长 65.33%，主要系华发股份合营联营企业盈利增加带动权益法核算的长期股权投资收益增加所致。受投资收益增加带动，华发集团实现利润总额 31.55 亿元，同比增长 53.90%。

综合来看，近年来，受益于房地产、大宗商品贸易及土地一级开发收入的增加，华发集团营业收入快速增长，金融业务收入和投资收益对华发集团利润形成了良好补充，但整体盈利能力仍属一般。

现金流

经营活动方面，2015~2017 年，随着房地产销售及土地一级开发板块回款增加、大宗商品贸易量的提升，华发集团经营活动现金流入量呈波动中快速增长趋势，年均复合增幅为 49.44%。2017 年，华发集团经营活动现金流入量 580.41 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 500.89 亿元；2015~2017 年华发集团现金收入比分别为 107.39%、156.70%和 113.44%，受预收房款及收入确认时点不一致影响有所波动，收入实现质量保持在较高水平。2015~2017 年，华发集团经营活动现金流出年均复合增长 38.13%，2017 年为 475.92 亿元，同比增长 13.73%，主要系房地产、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。近三年华发集团经营活动净现金流均表现为净流入，2017 年为 104.48 亿元。

投资活动方面，2015~2017 年，受收回投资收到的现金快速下降影响，华发集团投资活动现金流入持续下降，年均复合减少 47.43%。2017 年，华发集团投资活动现金流入 26.34 亿元。近三年华发集团投资活动现金流出规模波动增长，年均复合增长 9.21%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金波动所致。2017 年，华发集团投资活动现金流出同比增长 110.51%至 373.38 亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 231.40 亿元，同比增长 123.61%，主要系华发股份购地支出增加；投资支付的现金 177.82 亿元，同比增长 148.61%，主要系对股权、债权等投资规模加大。华发集团 2015~2017 年投资活动现金流净额分别为-217.72 亿元、-103.58 亿元和-347.03 亿元，受购地及自有房建类项目支出、对外投资支出等规模大影响，投资活动表现为持续净流出。

2015~2017 年，华发集团筹资活动前现金流量净额分别为-207.28 亿元、82.30 亿元和-242.55 亿元。2016 年，受前期资本投入逐步进入收益期影响，华发集团经营活动现金流量净额大幅增加，加之投资活动支出规模下降，华发集团筹资活动前现金流量净额由负转正；2017 年，华发集团购地、对外投资、资金拆借等规模加大，筹资活动前资金缺口较上年明显扩大。

筹资活动方面，2015~2017 年，华发集团筹资活动现金流入持续增长，年均复合增幅为 4.48%；2017 年，华发集团筹资活动现金流入 951.06 亿元，同比变化不大，华发集团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。收到其他与筹资活动有关的现金同比快速下降主要系华金

证券固收业务中借入法人账户透支资金减少所致。2015~2017 年，华发集团筹资活动现金流出年均复合增长 6.03%，2017 年，华发集团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 年华发集团偿还债务本息支付的现金规模同比小幅下降。2015~2017 年，华发集团筹资活动现金流量净额分别为 245.72 亿元、29.44 亿元和 247.67 亿元。

2018 年 1~9 月，华发集团经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 116.91 亿元、-238.73 亿元和 362.82 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；筹资活动现金流入以取得借款收到现金和吸收投收到现金为主。

总体看，近年来，受房地产、土地一级开发业务回款增多及商贸板块规模扩大带动，华发集团经营活动现金流入规模呈上升趋势，收入实现质量保持较高水平；华发集团较大规模的购地支出、对外投资等使得投资活动持续净流出，投资活动支出依赖筹资活动来平衡。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，华发集团流动比率持续下降，速动比率持续上升，2017 年底分别为 1.96 倍、0.64 倍；2018 年 9 月底，华发集团流动比率和速动比率分别为 179.45% 和 64.64%。华发集团流动资产中存货占比高，导致速动比率偏低。2015~2017 年，华发集团经营现金流动负债比分别为 1.82%、23.84%和 10.95%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱。考虑到流动负债中不需要实际偿还的预收账款较多，华发集团实际偿债能力强于指标值。总体看，华发集团短期债务规模大，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，华发集团 EBITDA 逐年增长，年均复合增幅为 33.96%；同期，华发集团全部债务年均复合增长 11.48%，慢于 EBITDA 增速；受此影响，华发集团 EBITDA 全部债务比逐年上升，2017 年为 0.07 倍。近年来，随着盈利能力的提升，华发集团 EBITDA 对全部债务的保障程度增强。整体看，华发集团目前债务规模仍然较大，考虑到华发集团资产中土地、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华发集团的有力支持，华发集团整体偿债能力仍属极强。

截至 2018 年 9 月底，华发集团合并口径对外担保余额 22.54 亿元，被担保人为关联方华金资本。整体看，华发集团或有负债风险很低。

截至 2018 年 9 月底，华发集团合并口径共计获得金融机构授信额度 1,559.25 亿元，尚未使用 682.19 亿元，间接融资渠道畅通。

根据人民银行征信报告，截至 2018 年 8 月 16 日，华发集团已结清信贷中存在部分关注类贷款，主要是华发集团副总经理谢伟担任珠海农村商业银行股份有限公司董事，根据《中华人民共和国商业银行法》有关规定，关系人发放贷款最高划为关注类，因此珠海农村商业银行股份有限公司将华发集团及其下属公司贷款划分为关注类贷款。华发集团未结清信贷中不存在不良或违约贷款事项。

（7）债权保护效果

以 2017 年底财务数据测算（假设本期发行规模为 20 亿元），本期公司债券发行规模占华发集团的资产总额（2,284.79 亿元）、所有者权益总额（623.92 亿元）的比例分别为 0.88%和 3.21%。2017 年华发集团实现营业收入 441.55 亿元，对本期债券本金保障倍数为 22.08 倍，考虑到华发集团业务多元化，资本实力雄厚，其担保对于本期债券信用水平提升显著。

十、综合评价

公司作为珠海国资委旗下金融及产业投资平台，已基本实现金融产业全牌照，在区域内及行业内具有较强的竞争力；公司股东在资本补充和资源获取方面给与公司较大的支持。近年来，公司资本实力不断增强，资产流动性较好，杠杆水平适中；公司主要子公司华金证券股份有限公司作为全国性的综合类证券公司，业务资质齐全，资产流动性较好，资本充足性好。

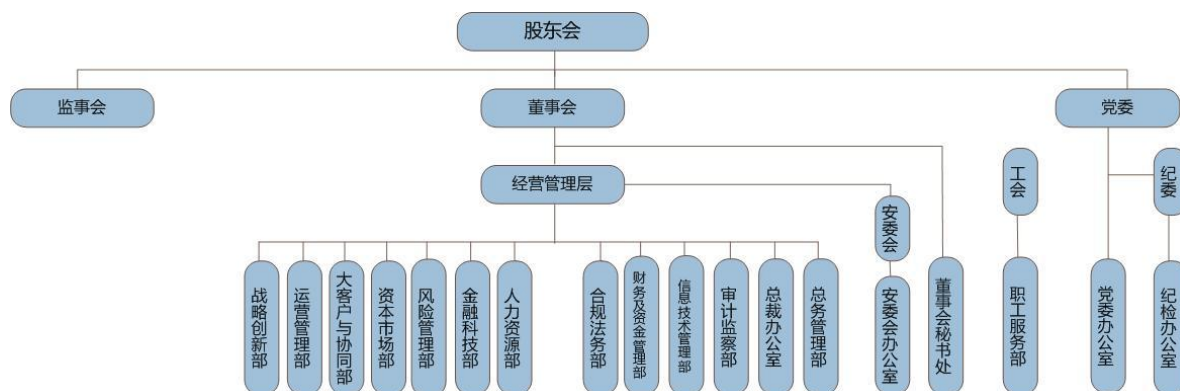
联合评级同时也关注到，公司主营业务收入对华金证券依赖度较高，易受监管政策和证券市场波动的影响，盈利能力有待提升。

随着公司战略的稳步推进及资本实力的进一步增强，未来公司业务规模和盈利水平有望进一步提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券担保方珠海华发集团有限公司资本实力雄厚，近年来营业收入快速增长，具有很强的竞争力，其提供的不可撤销连带责任保证担保对本期债券信用水平提升显著。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 珠海金融投资控股集团有限公司组织结构图



附件 2 珠海金融投资控股集团有限公司主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额 (亿元)	216.62	270.17	331.99	339.05
所有者权益 (亿元)	54.56	108.07	160.92	188.04
短期债务 (亿元)	84.65	63.31	94.68	87.07
长期债务 (亿元)	53.87	26.74	43.50	37.84
全部债务 (亿元)	138.52	90.05	139.45	124.90
营业收入 (亿元)	4.64	5.16	4.54	4.71
净利润 (亿元)	2.79	5.42	6.37	4.09
EBITDA (亿元)	9.95	11.96	8.85	--
经营性净现金流 (亿元)	1.74	-26.16	-52.00	38.17
总资本收益率 (%)	7.54	7.31	4.29	1.74
总资产报酬率 (%)	5.04	4.81	2.84	1.27
净资产收益率 (%)	4.95	6.66	4.73	2.35
营业利润率 (%)	86.99	69.08	45.69	52.63
费用收入比 (%)	229.16	218.68	169.88	145.40
自有资产负债率 (%)	73.62	58.63	50.67	43.49
全部债务资本化比率 (%)	71.74	45.45	46.43	39.91
长期债务资本化比率 (%)	49.68	19.83	21.28	16.75
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.51	2.03	3.39	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.13	0.06	--
流动比率 (倍)	0.60	1.11	1.37	1.31
速动比率 (倍)	0.60	1.06	1.31	1.24
经营现金流动负债比率 (%)	1.78	-20.81	-43.00	35.95
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.50	0.60	0.44	--

附件 3 珠海华发集团有限公司主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	195.50	336.09	351.20	--
资产总额(亿元)	1575.05	1891.63	2284.79	2,813.79
所有者权益(亿元)	376.82	464.05	623.92	792.25
短期债务(亿元)	310.03	312.28	451.82	--
长期债务(亿元)	615.81	632.12	698.85	--
全部债务(亿元)	925.84	944.40	1150.67	--
营业收入(亿元)	211.03	321.37	441.55	308.76
利润总额(亿元)	15.42	30.98	49.69	31.55
EBITDA(亿元)	40.21	54.43	72.15	--
经营性净现金流(亿元)	10.44	185.88	104.48	116.91
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	--
营业利润率(%)	19.46	17.56	17.56	16.58
总资本收益率(%)	2.28	2.79	3.00	1.20
净资产收益率(%)	2.17	4.47	5.54	3.22
长期债务资本化比率(%)	62.04	57.67	52.83	--
全部债务资本化比率(%)	71.07	67.05	64.84	--
资产负债率(%)	76.08	75.47	72.69	71.84
流动比率(%)	2.23	2.00	1.96	1.79
速动比率(%)	0.58	0.62	0.63	0.65
经营现金流流动负债比(%)	1.82	23.84	10.95	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.04	0.06	0.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	0.81	1.19	--

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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%
自有资产负债率	自有负债 / 自有资产 × 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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	(流动资产合计-代理买卖证券) / (流动负债合计-代理买卖证券)
速动比率	(流动资产合计-存货-代理买卖证券) / (流动负债合计-代理买卖证券)
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 自有资产=总资产-代理买卖证券款
 自有负债=总负债-代理买卖证券款
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 珠海金融投资控股集团有限公司 2019 年面向合格 投资者公开发行纾困专项债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年珠海金融投资控股集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

珠海金融投资控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。珠海金融投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注珠海金融投资控股集团有限公司的相关状况，如发现珠海金融投资控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如珠海金融投资控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至珠海金融投资控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送珠海金融投资控股集团有限公司、监管部门等。

