

跟踪评级公告

联合[2015] 1016 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持珠海华发集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“12华发集团债/12华发集”、“13华发集团债/13华发集”的信用等级为AA⁺。

特此公告。



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)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
<http://www.lhratings.com>

珠海华发集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 华发集团债 /12 华发集	25 亿元	2012/02/16~2018/02/16	AA ⁺	AA ⁺
13 华发集团债 /13 华发集	8 亿元	2013/06/05~2019/06/05	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	73.71	125.19	144.31
资产总额(亿元)	488.44	783.74	1226.95
所有者权益(亿元)	194.44	265.18	299.61
长期债务(亿元)	131.67	226.18	387.80
全部债务(亿元)	192.02	375.45	704.20
营业收入(亿元)	67.87	110.88	172.43
利润总额(亿元)	8.73	10.21	13.74
EBITDA(亿元)	11.90	16.35	30.19
经营性净现金流(亿元)	-11.94	3.95	0.16
营业利润率(%)	25.36	19.89	19.95
净资产收益率(%)	3.00	2.14	2.59
资产负债率(%)	60.19	66.17	75.58
全部债务资本化比率(%)	49.69	58.61	70.15
流动比率(%)	256.03	249.11	189.80
全部债务/EBITDA(倍)	16.13	22.96	23.32
经营现金流流动负债比(%)	-7.51	1.37	0.03

分析师

程晨 刘珺轩
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 珠海华发集团有限公司(以下简称“华发集团”或“公司”)作为珠海城市运营商, 继续保持突出的战略地位, 以良好的区域环境和较强的政府支持作为依托, 房地产开发、城市综合运营以及金融三大核心板块业务不断发展, 资产、收入和利润均大幅提高。另一方面, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内公司业务规模急速扩张, 资金需求增大, 债务规模显著上升以及公司整体盈利能力较弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内, 十字门中央商务区项目开发进度不断推进, 土地一级开发收益实现情况良好, 城市综合运营板块的收益和投融资规模正在逐步实现动态平衡。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁺ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12 华发集团债/12 华发集”和“13 华发集团债/13 华发集” AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 珠海市经济不断发展, 财政实力不断增强, 为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内, 公司城市开发业务顺利推进, 未来将对集团盈利做出有效补充。
3. 跟踪期内, 公司资产、收入和利润均大幅增长, 盈利能力较为稳定。
4. 跟踪期内, 公司经营活动现金流入量对存续期内债券的分期保障能力强, EBITDA 对存续期内债券的分期保障能力较强, 债券到期不能偿还的风险很低。

关注

1. 公司房地产开发和土地一级开发业务规模

大，易受宏观政策和房地产市场的影响，收益实现具有一定的不确定性。

2. 跟踪期内，公司业务规模急速扩张，资金需求增大，债务规模显著上升，债务负担重，短期支付压力加大。
3. 跟踪期内，公司整体盈利能力仍较弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与珠海华发集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与珠海华发集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因珠海华发集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由珠海华发集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于珠海华发集团有限公司主体长期信用及存续期内的债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”或“华发集团”）成立于1985年5月，现直接隶属于珠海市人民政府国有资产监督管理委员会，为国有资产授权经营单位。注册资本为人民币10亿元。

华发集团是珠海市首批两家总部企业之一，不仅是珠海市重要的国有资产和城市基础设施运营主体，还肩负着珠海十字门中央商务区的总体规划、城市运营和基础设施建设、招商引资以及珠海市保障性住房建设等重要工作。华发集团目前初步形成了“3+1+2”的整体业务布局，以城市综合开发、金融投资和房地产开发三大板块为核心业务，以商贸流通板块为重点培养业务，以文教旅游和现代服务为配套业务的多元化发展格局。

截至2014年底，华发集团本部拥有党委办、总经办、人保部、审计部、财务部、资金部、总务部、租赁部、法务部、企业管理部10个职能部门，拥有（合并口径）88家子公司（其中2家为上市公司）。

截至2014年底，华发集团合并资产总额1226.95亿元，所有者权益299.61亿元（含少数股东权益145.75亿元）。2014年公司实现营业收入172.43亿元，利润总额13.74亿元。

华发集团注册地址：珠海市拱北联安路9号；法定代表人：李光宁。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质

量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流

动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳增长起到支撑作用。

四、行业分析

1. 城市基础设施运营

城市基础设施建设包括机场、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物质基础，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。

近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设的投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

2014年全年，全国固定资产投资总额完成51.28万亿元，比上年增长15.3%。其中电水利、环境和公共设施管理业完成固定资产投资4.63万亿元，同比增长23.6%。截至2014年底，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.04个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 房地产行业

2014年中国房地产市场步入调整期，各地

商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入2014年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资6.4万亿元，增长9.2%，增幅较2013年回落10.2个百分点；办公楼投资0.6万亿元，增长21.3%，增速较2013年回落16.9个百分点；商业营业用房投资1.4万亿元，增长20.1%，增速较2013年回落8.2个百分点。2014年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中，住宅新开工面积12.5亿平方米，同比下降14.4%。全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%。全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014年，全国商品房销售面积为12.1亿平方米，同比下降7.6%，销售额为7.6万亿元，同比下降6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为10.5亿平方米，同比下降9.1%，销售额为6.2万亿元，同比下降7.8%；办公楼销售面积为2498万平方米，同比下降13.4%，销售额为2944

亿元，同比下降21.4%；商业营业用房销售面积为9075万平方米，同比增长7.2%，销售额为8906亿元，同比增长7.6%。房地产供求对比方面，2014年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20个代表城市成交量同比下降8.6%，供应量同比增长3.2%，销供比为0.82，较2013年的0.93明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为0.64，与2013年1.53的水平差距较大；上海、广州、武汉也由2013年的供需基本平衡转为2014年的供大于求，销供比分别下降至0.80、0.70、0.88。2014年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至2014年12月底，20个代表城市可售面积为18782万平方米，环比增长1.8%，较2013年同期增长25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自2014年4月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5月30日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调

整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自2010年以来首度放松。9月30日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的0.7倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10月9日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全

统计，2014年以来对公积金调整放宽的省市已近40个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调0.25个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015年一季度，在延续2014年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是2015年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自2014年下半年多重政策推动下，2015年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20个代表城市成交量同比增长6.5%，供应量同比增长3.8%，销供比为1.1，同比小幅增长0.03。库存方面，据初步统计，截至2015年3月底，20个代表城市可售面积为17348万平方米，环比下降1.8%，较2015年1月的高点回落3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

2015年3月30日，由中国人民银行、住房

城乡建设部、中国银行业监督管理委员会联合下发的通知（以下简称“330新政”）对居民购买二套房首付比例进行了调整。330新政指出，拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，购买二套房最低首付款比例调整为不低于40%；公积金贷款买首套房最低首付款比例为20%，公积金贷款买二套房，已结清一套购房贷款的，最低首付款比例为30%。330新政及降准等政策对房地产市场需求的带动效果明显，4月单月销售面积、销售额同比转降为增，新开工、到位资金同比降幅收窄，但开发投资增速加快回落，企业投资信心仍显不足。

总体看，2014年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自2014年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策及330新政等，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

3. 珠海市土地市场

2014年珠海房产市场较为低迷中前行，房企拿地更为谨慎，土地市场也同步迈入底价时代。2014年珠海成功出让103宗土地，合计面积469.41万平方米。其中，土地成交宗数与去年相比增加7宗；而成交面积相比去年减少约56.07万平方米，下降幅度为10.67%。土地出让金方面，全年共收入162.68亿元，与去年相

比减少约269.95亿元，下降幅度为62.4%。

从区域上看，西区仍为珠海土地供应的主力军，2014年西区共挂牌60宗土地，供应面积高达351.16万平方米，占比70.76%；虽然土地类型以工业为主，但住宅用地供应量也较去年有所上涨。而湾仔片区在9月份推出两宗住宅用地，其中珠国土储2014-31号地块以11000元/平方米的楼面起拍价创下珠海土地起拍新高。该地块曾为业界所看好，认为可能成为珠海的新“地王”，但最终却以底价成交。横琴方面，土地供地以商业办公为主，且主要集中在下半年，今年并没有住宅用地供应，土地收入也因而大幅下降。

短期内，国家房地产调控政策对于珠海市土地出让情况具有一定的负面影响。但从长期来看，由于珠海市主城区土地稀缺，随着房地产调控政策的逐步消化，商住用地市场有望逐步改善。

五、基础素质分析

华发集团是珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一，2006年与珠海格力集团公司首批被认定为珠海2家总部企业。

目前珠海市共有6大公共事业运营主体，即：华发集团、珠海城市建设集团有限公司、珠海水务集团有限公司、珠海交通集团有限公司、珠海港控股集团有限公司、珠海大横琴投资有限公司。

珠海水务集团有限公司、珠海交通集团有限公司和珠海港控股集团有限公司属于专业性的公共运营主体，与公司城市运营业务交叉较少。

华发集团、珠海城市建设集团有限公司和珠海大横琴投资有限公司三者的业务均包含市政基础设施建设和投资，但与后两者相比，华发集团的竞争优势仍较为显著：①城市运营经验方面，华发集团成立于1986年，珠海城市建设集团有限公司和珠海大横琴投资有限

公司分别于 2009 年和 2010 年成立，城市运营时间相对较短，华发集团作为珠海最具实力的总部经济企业之一，其良好的资本结构、经营状况、充裕的资金、丰富的土地资源和市场开发经验，赋予了华发集团作为城市运营商更强的实力；②职能定位方面，珠海城市建设集团有限公司主要负责市内市政基础设施建设；珠海大横琴投资有限公司主要负责横琴新区除十字门中央商务区之外的其他市政基础设施建设；华发集团主要是承接珠海市重点基础设施建设工程项目，其中十字门中央商务区项目是横琴新区开发的核心项目。华发集团的城市综合开发业务在珠海市具有较强的竞争优势。

跟踪期内，公司规模持续扩大，业务范围不断延伸，截至 2014 年底，公司合并范围内子公司已达 88 家。

六、管理分析

跟踪期内，公司的管理体制和管理人员无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

随着经营规模的不断扩大和业务板块的增加，跟踪期内，华发集团初步形成了三大核心业务板块的经营发展模式。三大核心业务板块分别为：城市综合开发、金融投资和房地产开发业务；一个重点培育板块为大宗商贸物流业务；两个配套板块为文教旅游和现代服务业务，其中房产开发和城市综合开发板块是公司收入的主要来源。公司主营业务收入占比及毛利率情况如下表所示：

表 1 2012~2014 年 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	44.21	66.35	46.02	68.63	62.90	31.99	68.40	40.44	35.93
土地一级开发	10.24	15.37	18.03	12.19	11.18	52.77	31.43	18.58	53.53
大宗商品批发	5.03	7.56	3.09	21.42	19.63	2.09	58.18	34.39	1.38
其他	7.14	10.72	30.97	6.86	6.29	27.71	11.14	6.59	42.69
合计	67.87	100.00	36.86	109.10	100.00	28.17	169.15	100.00	27.76

资料来源：公司提供

房地产开发

目前，华发集团的房产开发业务主要由其下属的珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）负责，华发集团对其持股 24.87%（直接持有 21.91%，通过下属子公司持有 2.96%）。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。华发股份于 2004 年 2 月在上海证券交易所上市。

截至 2014 年底，华发股份总资产 674.31 亿元，所有者权益 129.86 亿元；2014 年，华发股份实现营业收入 71.43 亿元，归属于母公司所有者的净利润 6.47 亿元。

华发股份目前在建和拟建项目土地用途以商住为主，土地取得方式主要为公开竞买和

股权收购，土地获取成本相对较低，尤其是通过股权收购获取的土地，成本优势显著。华发股份积极拓展业务范围，明确了“珠海为战略大本营，武汉、广州、南宁等一二线城市重点突破”的战略布局。跟踪期内，华发股份在珠海，通过公开竞拍方式成功获得十字门商务区会展四路两地块，通过股权收购取得湾仔三旧改造项目的开发权；在广州，相继取得荔湾区芳信路地块、海珠区宝岗大道地块、荔湾区广钢新城地块；在武汉，成功摘取汉阳区四新地块；在上海，一举夺得张江地块及杨浦地块，成功进驻上海市场。为公司未来几年实现跨越发展的战略目标奠定了坚实的基础。

表2 华发股份销售情况分布

地区	2012年		2013年		2014年	
	销售额(亿元)	销售占比	销售额(亿元)	销售占比	销售额(亿元)	销售占比
珠海	30.86	69.80%	49.11	71.66%	49.74	72.88%
中山	0.74	1.67%	1.18	1.72%	0.42	0.61%
大连	5.24	11.85%	3.87	5.65%	3.21	4.70%
包头	7.37	16.67%	4.87	7.11%	3.69	5.40%
沈阳	--	--	9.50	13.86%	11.19	16.40%
主营业务收入合计	44.21	100.00%	68.53	100.00%	68.24	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此趋势下，华发股份加大促销力度，全年实现合同销售金额 86 亿元，其中在珠海地区销售超过 57 亿元，为珠海地产市场龙头企业。

金融投资

华发集团目前的金融投资业务主要由珠海金融投资控股有限公司(以下简称“珠海金控”)负责，截至 2014 年底，珠海金控总资产 167.98 亿元，所有者权益 58.08 亿元；2014 全年实现营业收入 3.22 亿元，净利润 1.45 亿元。珠海金控的主要业务范围：以银行、证券公司、财务公司、基金、交易平台、期货公司、融资租赁、资产管理、产业投资等业务为战略支柱业务，以保险、金融租赁、消费金融为财务投资型业务，而现有的小额贷款、融资担保、保理公司等业务则以维持现状为旨，不进一步扩大业务。

城市综合服务

华发集团的城市综合服务板块主要由珠海华发综合发展有限公司(以下简称“综合发展公司”)负责运营，截至 2014 年底，综合发展公司合并资产总额为 394.25 亿元，所有者权益为 190.97 亿元(其中少数股东权益 29.99 亿元)；2014 年，综合发展公司实现营业收入 83.89 亿元，实现利润总额 9.75 亿元。综合发展公司下设三大业务板块，分别为子公司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”)从事的物业服务等现代服务业务，子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司(以下简称“华发投资控股”)从事的十字门中央商务

区开发和保障房建设等城市运营业务，以及子公司珠海华发商贸控股有限公司(以下简称“华发商贸”)从事的汽车销售和大宗商品批发等商贸物流业务。

(1) 现代服务板块

综合发展公司物业服务业务由现代服务公司(2014 年 3 月 13 日更名，原称“珠海十字门商用物业建设有限公司”)的子公司珠海华发物业管理服务有限公司(以下简称“华发物业”)负责。

目前华发物业进行物业管理的物业包括公司持有的物业、关联公司珠海华发实业股份有限公司(以下简称“华发股份”)开发建设的商业和住宅物业，以及对外承接管理的物业；截至 2014 年底，华发物业进行物业服务的物业面积达 1959.05 万平方米，其中市政环卫 939.58 万平方米，其他住宅及写字楼 1019.47 万平方米。近三年，随着华发股份建成物业的增长，公司物业管理收入持续增长，2014 年实现收入 2.88 亿元，毛利率有所上升，为 25.14%。2015 年一季度，物业管理业务收入为 5233.58 万元，同比下降 11.77%，受珠海市高华市政综合管理有限公司划出和部分物业管理收入需年末结算影响，毛利率大幅下降至 2.07%。

2014 年，公司新增租赁和停车场收入。租赁收入主要来源于华发现代服务十字门金融街的租赁收入(2014 年为 1113 万元)和珠海华发国际会展管理有限公司的会展场地租赁收入(2014 年为 556 万元)。公司剩余租赁收入来源于出租城轨站前广场服务中心场地、自动售货机、广告牌租赁收入。公司停车场收入系大巴站场、城轨地下停车场停车费，2014 年实现

1985.31 万元收入。

(2) 城市运营

综合发展公司城市运营业务由子公司华发投资控股（2014 年 2 月 27 日更名，原称“珠海华发投资控股有限公司”）负责，具体业务包括十字门中央商务区项目、保障房项目和合作开发项目。

①十字门中央商务区

综合发展公司对十字门中央商务区的开发建设主要由华发投资控股的子公司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”）负责。

十字门公司于 2009 年 7 月取得了十字门中央商务区内的土地一级开发资质，负责十字门中央商务区 5.77 平方公里的土地一级开发和市政基础设施建设及运营。截至 2014 年底，十字门公司总资产 265.58 亿元，所有者权益 151.94 亿元；2014 年全年实现营业收入 31.82 亿元，净利润 8.33 亿元。

十字门中央商务区建设采用政府主导，企业运作的开发模式，开发资金是珠海市政府提供前期启动资金，后续资金主要通过十字门中央商务区土地一级开发完成后的分成收益来平衡。

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资金按确定的相应比例拨付

十字门公司作为收益；其中，商业和住宅用地按 35%，办公、会展、酒店和其他用地按 55%。根据实际需要，珠海市政府将分阶段对上述收益分成比例进行调整。十字门公司建立专项账户，对收到的收益资金进行专项管理，专款专用。

十字门中央商务区项目总投资约 300 亿元，开发区域包括湾仔片区和横琴片区，主要建设内容有市政基础设施及重点建设项目。

市政基础设施包括横琴片区及湾仔片区两部分，目前十字门中央商务区内青苗补偿基本完成，建设用地报批达 93%。其中，横琴片区市政道路基本按时建设完成，堤岸、桥梁工程进入施工冲刺阶段。湾仔片区市政道路首期工程 1-A、1-B 路按计划施工完成并交付使用，剩余道路加快推进。烟墩山平基工程全力赶工。

重点建设项目包括会展商务组团一期、横琴国际金融中心大厦及横琴金融产业服务基地，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、绸带商业 AB 区已完成主体工程建设，预计将于 2015 年下半年投入运营。330 米高的标志性塔楼（上部为瑞吉酒店、下部为甲级写字楼）核心区建设至 41 层，幕墙施工至 27 层，预计于 2017 年底建成并投入运营；横琴金融产业基地建成并投入运营，横琴国际金融中心大厦加速推进建设。

目前公司在十字门中央商务区范围内的在建工程和未来拟建工程项目情况如下表所示。

表 3 十字门公司主要在建及拟建城市运营项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2014 年底已投资	计划投资额				
			2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
横琴土地一级开发	490000	276833	73500	73500	49000	9800	7367
湾仔土地一级开发	350000	28676	85000	105000	52500	52500	26324
会展商务组团	870000	533725	73000	86000	86000	91275	--
横琴国际金融中心大厦	400000	80230	21700	68754	120320	108997	--
横琴金融街	70000	33400	30000	6600	--	--	--
合计	2180000	952864	283200	339854	307820	262572	33691

资料来源：公司提供

十字门中央商务区项目的平衡资金来源主要包括重点建设项目的经营收益、十字门中央商务区内土地出让分成收入及十字门公司名下土地（2009-03、2012-22、2013-01 地块）的转让收入，其中土地出让分成收入及土地转让收入为项目主要的平衡资金来源。根据预测，十字门中央商务区现有的土地将在 2023 年前全部出让或转让完毕，预计总计能够实现收入 585 亿，其中土地出让分成收入约 133 亿，土地转让收入约 372 亿，重点项目经营收益约 80 亿。总体看，在土地转让和土地出让收益分成顺利实现的前提下，十字门中央商务区项目总收入能够覆盖项目总投资。2014 年全年，公司收到十字门土地出让收益 31.43 亿元，远高于 2013 年，同时也高于公司前期预测值。

由于转让用地目前仅用来融资，短期内转让有所限制，因此以下仅对出让用地的分成收入和投资资金的匹配情况予以分析，2010~2016 年，十字门公司出让分成收入合计约 105.00 亿元，而该阶段为公司投资资金需求约 157.60 亿元，土地出让分成收入不能平衡投资成本，公司外部融资需求较大。由于土地出让面积和出让价格受宏观经济和政策调控的影响较大，公司土地出让和出让分成返还的实际金额与预测金额的匹配性可能出现一定的差异，资金来源的稳定性有一定的风险。考虑到十字门中央商务区区域内公司项目下游企业垫资比例较高，且对公司回款要求不高，公司短期支付压力尚可。

表 4 十字门片区一级土地开发收益返还预测（单位：万平方米，亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
出让面积	124.67	94.00	12.43	35.94	19.11
返还金额	32.10	19.00	9.80	11.10	7.30

资料来源：公司提供

②保障房建设

公司保障房建设业务由华发投资控股子公司珠海华发保障房建设控股有限公司（以下简称“华发保障房”）负责。目前华发保障房在建的保障房项目有 5 个，分别为华发人才公馆项目、华发沁园项目、金山花园三期项目、安怡花园项目和连湾新村三期项目，其中金山花园三期、安怡花园和连湾新村三期项目为后期政府划拨项目，公司对三个项目公司持股比例为 100%，考虑到项目开展时间及盈利效益等因素未将 3 个项目公司并入合并报表。

公司保障房项目的业务模式分为自建和代建两种。自建模式下，公司购买土地并投资建设，待项目竣工后由公司持有并运营管理。代建模式下，项目由政府投资，公司先行垫资建设，待项目竣工后由政府回购。

目前公司在建的 5 个保障房项目中，华发人才公馆项目和华发沁园项目为公司自建项

目。华发人才公馆项目计划建设保障性住房共计 2311 套，投资额约为 8.60 亿元，保障性住房部分只允许出租；2012 年 10 月 23 日正式开工建设，截至 2014 年底已投资金额 7.33 亿元，目前项目已进入验收阶段，计划 6 月启动市场推广，2020 年开始销售商业物业。华发沁园项目计划建设保障性住房约 1558 套，投资额约为 6.61 亿元；2013 年 10 月开工建设，截至 2014 年底已投资金额 5.12 亿元，目前主体结构封顶，砌体已完成，准备开始室内装修，计划 2021 年开始销售商业物业。

金山花园三期项目、安怡花园项目和连湾新村三期项目为政府投资代建垫付项目。连湾新村三期项目已于 2014 年 5 月移交平沙镇政府；金山花园和安怡花园项目已于 2015 年 1 月移交金湾区红旗镇镇政府。

针对金山花园三期项目和安怡花园项目，公司与珠海市金湾区人民政府签订了《关于金

湾区危房改造建设工程安怡花园项目和金山花园第三期项目的代建协议》，双方约定由华发保障房出资对两项目进行建设，在任一项目竣工验收移交后 6 个月内，金湾区人民政府将支付该建设项目总投资；两项目的投资利润均约定为（项目决算总投资-投资利息-税金-管理费-青苗及拆迁补偿）×3%，管理费率为 2%。项目的销售房款将优先支付华发保障房的项目总投资、利润和管理费，如金额不足支付，差额部分自项目竣工移交后一年内由金湾区财政兜底支付。项目配建商业配套的销售收入将优先支付华发保障房的建设项目总投资，剩余部分双方按各 50% 分配。截至 2015 年 3 月底，金山花园项目公司投资 2.06 亿元，已收到回购款 1.57 亿元，支付投资利润和管理费 0.11 亿元；安怡花园项目公司投资 0.54 亿元，已收到支付投资利润和管理费 279.60 万元。

针对连湾新村三期项目，华发保障房与平沙镇人民政府签署了《关于平沙镇危房改造建设工程连湾新村三期项目的代建协议》，双方约

定由华发保障房出资对项目进行建设，在项目竣工验收移交后 6 个月内，平沙镇政府支付项目建设成本（包含资本化利息）、利润（（项目总投资-税金-管理费）×3%）和管理费（项目总投资×2%）。项目的销售房款将汇入双方建立的共管账户，优先支付华发保障房的投资成本、利润和管理费，如金额不足支付，平沙镇财政将兜底支付。项目配建的商业配套部分由华发保障房代售，销售额的 3% 将支付给华发保障房作为管理费，销售净利润优先支付华发保障房的投资成本、利润和管理费，剩余部分双方按各 50% 分配。截至 2015 年 3 月底，连湾新村三期项目公司投资 4029 万元，已收到政府回购款 1500 万元，支付利润和管理费 100 万元。

③其他土地开发项目

除十字门中央商务区项目外，公司还与珠海市金湾区、保税区、斗门区、高新区和产业园等签署合作协议，由公司成立专门的项目子公司参与上述区域的开发建设。

表 5 公司非十字门商务区项目开发情况（单位：万元）

项目名称	预计完工时间	总投资	截止 2014 年底 投资额	预计投资			
				2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
金湾航空城	2018 年	350000	74300	95300	70000	70000	40400
保税区二期	2017~2019 年	200000	4600	62600	70000	62800	--
上冲 TOD	2016 年	243000	25139	47586	170275	--	--
横琴创意谷	2016 年	64000	4118	54297	5585	--	--
合计		857000	108157	259783	315860	132800	40400

资料来源：公司提供

金湾航空新城核心区项目

2013 年 7 月，公司股东华发集团与珠海市人民政府签订了《珠海市金湾航空新城开发战略合作框架协议》，约定由华发集团作为金湾航空新城开发战略合作伙伴，启动航空新城核心区建设，完善全区配套设施，推动全区产业转型升级。金湾航空新城的开发范围为东起机场东路，西至机场北路，北到珠海大道，南到中心河的规划主干道（珠海西部中心城区

首期开发区域【B 片区】除外）。开发项目包括区域内土地一级开发、市政基础设施建设和部分服务配套项目（如文化、教育、医疗等公共配套设施）的开发及运营，以及金湾航空产业园航空保税区的整体开发及运营和金湾区联港工业区升级改造；其中，金湾航空新城核心区（以下简称“核心区”）将作为首期启动项目，该核心区用地面积约 3.8 平方公里，开发项目主要为区域内土地一级开发和市政基础设施建

设等。根据上述协议，核心区的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优先偿还，投资收益由管理费（投资支出的2%）和可出让经营性用地的土地增值收益分成（30%）来实现。根据《珠海市金湾区航空新城核心区土地一级开发合作协议》，金湾区财政局将于收到土地出让收入后一个月内拨付全部土地一级开发成本（土地整理费用、市政配套设施建设费用和管理费用等的总称）和80%的投资收益，待出让用地达到交地条件后一个月内再拨付余额。

2013年9月，公司股东铎创股权投资与子公司华发投资控股共同出资设立了珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金开发”，注册资本1000.00万元），其中铎创股权投资持股40%，华发投资控股持股60%，故华金开发为公司控股子公司。华金开发具体负责对珠海市金湾区航空新城核心区的土地一级开发和市政基础设施建设，并已获得珠海市人民政府赋予的金湾航空新城核心区土地一级开发职能（珠府函【2013】312号）。

金湾航空城项目总投资35亿元，截至2014年底，金湾区航空城项目已投资7.43亿元，2015年开始产生土地出让收入。预计2015~2019年土地出让收入74.50亿元。

保税区二期项目

2014年7月，华发集团与保税区管委会签订了《珠海市保税区二期土地一级开发合作协议》，由保税区管委会联手公司，加快完善城区综合功能，推动打造保税贸易新城。保税区二期项目位于珠海保税区的西南角，东至宝珠路，南至情侣西路，西至保西路，北至南湾大道，占地面积约2.3平方公里。开发建设内容项目包括区域内土地整理及回收和市政道路工程设计及建设等。

2014年6月20日公司子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司出资1亿元设立珠海华保开发建设有限公司（以下简称“华保公司”），

具体负责对项目区域范围内的土地一级开发和市政道路工程建设，并已获得珠海市人民政府赋予的土地一级开发职能（珠府函【2014】184号）。根据上述协议，保税区二期项目的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25%作为土地一级开发收益。

保税区二期项目总投资20亿元，预计2018年完工，截至2014年底，保税区二期项目已投资0.46亿元。预计于2015年下半年开始出让土地，2015~2019年土地出让收入30.33亿元。

横琴创意谷项目

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，并通过企业公馆、SOHO办公、商务公寓的建设，为基地提供商务与配套需求。

横琴创意谷项目位于澳门大学以西，横琴琴海湾以南，用地范围12万平方米，建筑密度较低，总建筑面积约11.52万平方米，其中创业区（小微企业孵化区）、创新区（中小企业创新区）、企业公馆（中型企业高成长区）共计7.95万平方米，人才公寓2.88万平方米，展厅等配套建筑面积0.69万平方米。项目核心客户定位为高成长期的国际商务服务类的中小企业，重点吸引澳门文化创意类中小企业，同时积极开拓科教研发、中医药等领域的大型企业上下游服务企业总部进驻。

横琴创意谷项目总投资6.40亿元，主要由公司筹集，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，金额不低于项目的建设成本费用及合理收益，包括项目用地租金及其利息、工程建设直接成本、建设期公司运营费

用、建设期管理费用（以工程建设直接成本为基准乘以 2% 计算）、建设期利息、合理投资收益（以工程建设直接成本为基准乘以 10% 计算）以及因收到项目补偿金而产生的应缴纳的营业税及附加费等。横琴创意谷项目已于 2014 年开工，预计 2016 年完工，截至 2014 年底已投资 0.41 亿元。

上冲车辆基地 TOD 项目

上冲车辆基地是珠海有轨电车 1 号线的 4 处车辆基地之一，位于珠海市区与坦洲交界处的上冲片区，上冲片区是珠海市中心城区的西北门户，是珠海市中心城区重要的主导产业配套发展区。上冲车辆基地 TOD 项目是公司控股子公司市海川地产有限公司打造的以公共交通为中枢导向的珠海首个绿色立体城市生活体。建设内容包括综合开发的住宅、公寓、商业及停车库和配套的交通组织、城市广场，项目占地约 8.47 万平方米（其中车辆基地占地 7.45 万平方米），总建筑面积 29.66 万平方米，其中包括车辆段部分和综合开发部分。

上冲车辆基地 TOD 总投资 24.30 亿元，计划于 2016 年主体完工，预计销售收入 38.66 亿元。截至 2014 年底已投资 2.51 亿元。

斗门区黄杨河“一河两岸”综合开发项目

2013 年 6 月，华发集团与珠海市斗门区人民政府签署了《斗门区黄杨河“一河两岸”综合开发项目合作框架协议》，约定由华发集团作为合作方对黄杨河“一河两岸”综合开发项目（以下简称“一河两岸项目”）进行综合开发和建设。

一河两岸项目用地范围为黄杨大道至华发水郡，岸线总长约 20 公里（东岸线长约 10.8 公里，西岸线长约 9.2 公里），河岸、水面及沿河岸进伸 80~300 米范围，建设用地约 10 平方公里。

合作模式方面，华发集团在斗门区行政区划范围内的总投资约为 20 亿元（含融资成本），其中一河两岸项目安排 15 亿元，斗门镇项目安排 5 亿元。斗门区人民政府通过挂牌出让土地的方式募集资金，以支付华发集团投资成本及

收益。

综合发展公司的子公司华发投资控股出资设立了珠海市华发河岸建设有限公司（以下简称“华发河岸”），由华发河岸负责对一河两岸项目进行开发建设。截至 2014 年底，一河两岸项目已经完成投资 1.85 亿元。

另外，华发集团和高新区政府签订《珠海高新区主园区开发合作协议》，进行北围及 TOD 区域内的土地整理开发和基础设施建设；华发集团与斗门区政府签订了《富山产业新城合作协议》开发内容为珠海市斗门区富山产业新城起步区土地一级开发项目和起步区以外富山产业新城内的市政基础设施项目。

④其他市政项目

珠海情侣南路改造项目总投资额 16 亿元，采用商业模式融资建设。项目建设资金由华发集团采用商业模式进行运作。

广珠城轨总站换乘中心项目总投资金额最新确定为 10.45 亿元，其中政府投入资金 3.8 亿元（截至 2014 年底累计归还政府投资 2 亿元），其余由华发集团投资，未来经营收入用于补偿华发集团投资，截至 2014 年底，已累计完成投资 9.5 亿元（含归还政府部分）。

观澳平台现更名为华发艺术馆（除了包含先前观澳平台的地下停车场项目还另外新增了地上艺术馆部分）总投资 7.2 亿元，截至 2014 年底，累计完成投资 1.45 亿元，目前正在进行地下室工程桩施工。前期投资主要由建设方筹措资金，后期通过经营收入补偿投资。

（3）商贸物流

华发集团的商贸物流业务板块由子公司华发商贸及其下属公司负责，具体业务包括大宗商品批发业务、汽车销售和仓储业务（目前处于筹备中）。

①大宗商品批发

公司大宗商品批发业务主要由华发商贸本部负责，2011 年起，华发商贸陆续设立了华港建设、华发绿化、砂石土公司和混凝土公司等子公司。公司贸易品种主要为钢材、管桩、水

泥和焦炭。2012~2014年，公司大宗商品批发业务收入分别为5.03亿元、21.42亿元和43.95亿元，业务毛利率分别为3.74%、3.09%和1.19%，2014年收入主要来自新增油品贸易和铁矿砂贸易，但此业务毛利率较低，造成公司大宗商品贸易板块毛利率下降。

公司各类物资贸易的上下游及结算方式如

下表所示。公司大宗商品贸易相对于贸易行业公司风险较低，主要是公司建材大宗商品主要销售给系统内负责工程建设的建筑商，油品贸易主要下游珠海本地石化企业，账期相对较短，公司收入及利润可以提前锁定，风险相对较小。

公司各类物资贸易的钢铁贸易的上下游及结算方式如表7所示。

表6 近三年公司主要大宗商品贸易情况

商品名称	销售金额(万元)			销售单价(元/吨, 元/米)			销售数量(万吨, 万米)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
钢材	24372.06	37138.04	44337.77	3506.77	3289.46	3162.39	6.95	11.29	14.02
管桩	2923.12	4673.62	7460.28	123.91	126.48	128.21	23.59	36.95	58.19
水泥	302.35	236.59	857.86	260.64	251.69	382.90	1.16	0.94	2.24
焦炭	21494.33	110626.99	97261.18	1239.58	1311.05	1025.64	17.34	84.38	94.83
燃料油	--	--	45013.84	--	--	5258.63	--	--	8.56
重质油	--	--	49833.85	--	--	4751.54	--	--	10.49
进口铁矿砂	--	--	43057.98	--	--	563.14	--	--	76.46

资料来源：公司提供

注：大宗商品焦炭价格受焦炭品质影响，2013年焦炭品质较高

表7 公司物资贸易业务上下游及结算方式情况

项目	主要上游供货方	采购结算方式	主要下游采购方	销售结算方式
钢材	珠海粤裕丰钢铁有限公司、广东韶钢松山、阳春新钢铁	货到付款	上海宝冶集团、中建一局、中建六局、广东省水利水电第三工程局、中铁建工、中铁九局、广东华侨建筑工程有限公司、广州市政工程有限公司、广东基础工程有限公司；广州宇生行贸易有限公司、珠海金恒泰贸易有限公司	体系内月结，体系外现款结算
管桩	广东三和管桩有限公司、广东建华管桩有限公司、广东宏基管桩有限公司	货到付款	上海宝冶集团、广东省水利水电第三工程局、中铁九局、广东华侨建筑工程有限公司、广州市政工程有限公司、广东基础工程有限公司；	均为体系内项目，一般月结付款
水泥	中材天山(珠海)水泥有限公司，江门海螺水泥有限公司	货到付款	广东省水利水电第三工程局，上海宝冶集团，广州市政工程有限公司	体系内月结，体系外现款结算
焦炭	珠海鑫德物流有限公司、深圳菱丰物流有限公司	货到付款	珠海粤裕丰钢铁有限公司	一般结算方式为月结
燃料油	珠海泰富石油化工有限公司、苏州锦华石油有限公司、浙江富盛石化有限公司、珠海市东部锦发石油化工有限公司	货到付款	珠海宝塔石化有限公司、中艺华海进出口有限公司	2个月账期
重质油	厦门象屿物流集团有限责任公司、广西铁投冠信贸易有限公司	货到付款	珠海市华峰石化有限公司	2个月账期
进口铁矿砂	YYF ENTERPRISES LIMITED	90天信用证	珠海鑫盛仓储有限公司	先款后货

资料来源：公司提供

②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。华发汽车合计拥有3家店面，其中本部店面销售进口汽车，2家子公司华发上众和华发锐达分别拥有1家4s店进行上海大众和斯柯达品牌的经营。2014年，公司汽车销售实现收入2.87亿元。

2. 经营效率

从经营效率来看，2012~2014年，受公司应收账款大幅增长的影响，公司销售债权周转次数持续下降，近三年均值为7.68次，2014年为6.41次；由于土地开发成本规模较大，公司存货周转次数保持较低水平，近三年均值为0.20次，2014年为0.21次；总资产周转次数近三年维持低位，2014年为0.17次。总体看，公司经营效率有待进一步提升。

八、募集资金使用情况

“12华发集团债/12华发集”募集资金25亿元，其中，20亿元主要用于珠海十字门中央商务区横琴片区市政基础设施一期共生项目建设；其余5亿元将用于补充公司运营资金。截至目前，“12华发集团债/12华发集”募集资金均用于指定用途。

“13华发集团债/13华发集”募集资金8亿元，其中5亿元用于唐家人才公寓建设项目；其余3亿元用于华发沁园公租房项目。截至目前，募投资金均已使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2013年~2014年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。

2014年公司新增纳入合并范围的控股子公司25家，其中17家为新设公司，6家为收购获得，

2家为项目变更所得，期末净资产总计38.35亿元。华发股份新增子公司16家，其中新设15家，期末净资产总计25.16亿元。公司合并报表范围的变动对公司所有者权益影响较大，因此财务分析部分以2014年底的数据为基础进行分析。

截至2014年底，华发集团合并资产总额1226.95亿元，所有者权益299.61亿元（含少数股东权益145.75亿元）。2014年公司实现营业收入172.43亿元，利润总额13.74亿元。

1. 盈利能力

公司2014年实现营业收入172.43亿元，同比增长55.51%，公司营业收入的大幅增长主要系土地一级开发业务和大宗商品批发业务的收入增长。从收入构成看，房地产销售业务仍是公司收入的主要来源，但收入占比有所下降，占公司主营业务收入的比重为40.44%，而大宗商品批发的主营业务收入占比上升至34.81%，公司大宗商品批发板块营业收入大幅增长，主要系公司调整业务结构，新增油品贸易和铁矿砂等商品的贸易量所致；公司的土地一级开发业务2014年实现土地出让收益31.43亿元，高于公司前期的预测值；公司的其他收入主要为物业服务、汽车销售、理财产品、委托贷款和担保业务等业务收入。

2014年公司的营业成本较上年增长57.26%，略高于营业收入的涨幅，公司营业利润率基本稳定，为19.95%。2014年，受到财务费用大幅增加影响，公司期间费用占营业收入比上升至14.14%，公司期间费用侵蚀了公司利润。2014年，投资收益较上年大幅增加至3.83亿元，主要来自信托收益2.19亿元，此部分有效补充了公司的营业利润，但不具有可持续性。2014年公司利润总额为13.74亿元。

从盈利指标看，2014年公司总资本收益率和净资产收益率均有所回升至2.24%和2.59%，公司盈利指标仍偏弱，盈利能力有待提高。

图1 2012~2014年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

综合来看，跟踪期内，公司盈利能力受房地产行业调控影响，以及毛利率较低的大宗贸易收入增加影响，仍然处于较低水平，短期内提升可能性较小；长期来看，随着公司业务板块的逐步调整，大宗商品贸易比重的上升和十字门中央商务区一级土地开发业务的逐步推进，公司未来的盈利能力有望提升。

2. 现金流及保障

经营活动方面，随着2014年公司业务板块的多元化和业务规模的扩大，公司经营活动现金流大幅增长。公司2014年收到经营活动现金流入205.71亿元，同比增长64.30%，其中销售商品、提供劳务收到的现金177.74亿元，同比增长61.36%；新增回购业务资金净增加额3.37亿元；收到与其他与经营活动有关的现金17.15亿元，主要为利息、管理及服务费收入和资金往来款。公司2014年经营活动现金流出205.55亿元，同比增长69.52%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金、支付的各项税费和支付其他与经营活动有关的现金（支付经营管理费用和资金往来）。公司2014年经营活动现金流净额为0.16亿元。公司近三年的现金收入比分别为88.29%、99.34%和103.08%，收现水平逐步提高，但收现质量一般。公司拿地支出计入投资活动现金流出，土地投资方面对经营活动现金流影响较小。

投资活动方面，2014年，公司投资活动现金流仍表现为净流出，主要为土地款和合作项目投资，2014年土地开发支付大幅增长，公司购建固定资产、无形资产等支付的资金186.48亿元，同比增长53.27%，主要系土地开发成本增加所致；公司投资支付的现金158.45亿元，同比增长92.50%，主要为部分信托产品、资产管理计划，以及珠海金控对企业的投资。公司2014年投资活动现金流出345.05亿元，投资活动现金流净额-316.35亿元。

公司近年来的扩张行为加剧，2013年~2014年由于经营业务的扩大，项目的数量和规模都有所上升，以及伴随珠海金控的成立，公司资金需求急速提升。

2014年，公司筹资活动现金流入603.95亿元，较上年增长75.06%，主要为借款及吸收投资收到的现金；筹资活动现金流出325.26亿元，主要为偿还债务支付的现金，分配股利、利润和支付利息的现金支出，公司2014年筹资活动现金流净额325.26亿元，能够较好的覆盖公司大规模的投资需求。

总体看，跟踪期内，十字门中央商务区的投资规模仍较大，该开发项目具有一定的周期，收益和现金流的实现相对投入有所滞后，目前土地出让进度完成较好；随着珠海金控的成立，以及公司介入各个区的城市开发业务，公司项目规模和数量均大幅上升，公司具有较大的筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

近年来，随着珠海市政府对十字门中央商务区项目注资的完成以及华发集团投资力度的加大，华发集团资产总额实现快速增长，截至2014年底，华发集团（合并）资产1226.95亿元，三年平均增幅为58.49%。从资产结构看，流动资产一直是华发集团资产总额的主要组成部分。截至2014年底，华发集团流动资产和非流动资产占比分别为82.81%和17.19%。

2014年,公司的流动资产增长迅速,同比增长41.09%,增长主要系应收账款、预收款项和存货的增加。截至2014年底,公司流动资产总额1016.07亿元,其中货币资金占8.41%、预付账款占9.78%、存货占70.29%。公司2014年期末存在11.62亿元的受限货币资金,主要系借款及应付票据保证金;2014年公司的预付账款增加主要为新购置土地出让金增加所致,公司预付账款主要为预付土地出让金及预付项目保证金和拆迁补偿款;存货主要是开发成本和开发产品,2014年,公司存货大幅增长44.67%,主要来自购置土地和开发投入带来的开发成本的增加,2014年底公司存货中开发成本665.32亿元,较上年底增加较多的几个项目为:华发水郡花园三期、南宁华发新城、珠海华发水岸、珠海华发首府、珠海峰景湾花园和上海张江华发四季等。

受益于公司持有至到期投资、投资性房地产、固定资产的增加,公司近三年的非流动资产波动增长,三年复合增长率为60.79%,截至2014年底为210.88亿元,其中可供出售金融资产占7.89%、持有到期投资(专项资产管理计划及信托计划)占40.96%、长期股权投资占13.42%、投资性房地产占23.15%、固定资产占9.24%。非流动资产较2013年底大幅增加主要系公司持有的专项资产管理计划和信托计划增加至86.39亿元,公司持有的持有至到期投资部分为公司开发项目发行融资工具的劣后部分,部分为投资工具以赚取利息。2014年公司投资性房地产增加为公司将十字门公司开发的会展中心达到使用状态,从开发成本转入所致。

总体看,跟踪期内,公司资产规模不断扩大,目前流动资产占比高,流动资产中存货占比大,符合其房地产开发及土地一级开发为主业的特征,资产质量较好。

所有者权益及负债

受2013年珠海市国资委对公司增资49.66亿元、以及投资性房地产及可供出售金融资产公允价值变动等因素影响,公司所有者权益快

速增长,三年平均增长率为24.13%。2014年底,公司所有者权益299.61亿元,实收资本和资本公积分别占3.34%和38.20%,公司2014年底新增科目其他综合收益,将投资性房地产及可供出售金融资产公允价值变动收益计入此科目,截至2014年底为9.05亿元。公司少数股东权益规模较大,主要是合并华发股份所致。总体看,公司所有者权益稳定性较好。

2014年,公司负债规模快速攀升,同比增长78.83%。截至2014年底,公司负债总额927.33亿元,其中流动负债占57.73%,非流动负债占42.27%。流动负债构成主要为:短期借款占22.03%、应付账款占15.53%、预收款项占9.70%、其他应付款占12.47%和一年内到期的非流动负债占33.38%。公司的预收款项占比较高,主要为华发股份预收房款,不会带来公司实际的短期偿付压力。2014年其他应付款增加原因为增加土地增值税准备金和合作地块借款。

非流动负债中,主要为长期借款和应付债券,占非流动负债的比重分别为76.19%和22.74%。公司长期借款近三年迅速增长,主要系公司业务规模扩张,资金需求增长,截至2014年底,长期借款合计298.67亿元,主要为抵押借款和质押保证借款以及部分信用贷款,抵押及质押物主要为华发集团下属十字门中央商务区的地块以及个别项目收益。公司应付债券2014年新增子公司综合发展公司发行的30亿元中期票据和在香港发行的8.5亿元人民币债券。

公司有息债务近年来迅速增长,2014年全部债务合计704.20亿元,其中短期债务占比44.93%,长期债务占比55.07%,公司有息债务以长期债务为主。近三年公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均增长较快,三年均值分别为69.68%、62.60%和50.09%,2014年底的值分别为75.58%、70.15%和56.41%。

图2 2012~2014年底公司债务指标



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模稳步增长；随着经营规模扩大，负债总额逐年增加，债务负担明显加重，目前有息债务水平高。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率持续下降，速动比率波动下降，三年均值分别为247.33%和72.30%，2014年底值分别为189.80%和56.39%，由于公司流动资产中存货占比较高，公司速动比率偏低。2012~2014年，公司经营现金流动负债比均值为-1.08%，2014年为0.03%，经营活动现金流对流动负债的保障能力弱。2014年公司短期债务规模快速增长，短期支付压力加大。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年公司全部债务/EBITDA均值为21.78倍，2014年为23.32倍，公司债务负担持续加重带动偿债能力有所减弱，公司现有债务结构以长期债务为主，现有传统业务盈利能力对债务保障程度一般，考虑到未来十字门地区土地可观的土地出让收益，以及珠海市政府对公司的有力支持下，公司整体偿债能力尚可。

截至2014年底，除了下属子公司华发股份为业主提供按揭购房贷款担保外，华发集团合并口径无其他对外担保。

截至2014年底，公司及下属子公司（华发股份除外）共计获得银行授信额度372.51亿元，实际使用297.21亿元，尚未使用75.30亿元。另外，公司拥有2家上市公司，直接融资渠道较为畅通。

5. 抗风险能力

跟踪期内，公司作为珠海城市运营商，具备突出的战略地位、良好的区域环境和较强的政府支持，公司在房地产股权投资业务方面有良好的品牌知名度和较强的盈利能力。未来随着十字门中央商务区项目开发进度的逐步推进，公司土地一级开发收益与投融资规模将实现动态平衡。基于对公司自身的经营和财务风险，以及珠海市的财力状况、政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的2015年4月28日中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G10440401000391600），截至2015年4月28日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

十、债券偿债能力分析

2014年公司经营活动现金流入量为待偿还债券的6.23倍，经营活动现金流净额为待偿还债券的0.004倍，EBITDA为待偿还债券的0.91倍。总体看，公司经营活动现金流入对待偿还债券的覆盖能力强，经营活动现金流净额对待偿还债券保障能力弱，EBITDA对待偿还债券的保障能力一般。

公司存续期内的债券“12华发集团债/12华发集”25亿元，将分别于存续期的第3、4、5、6年偿还25%的本金；“13华发集团债/13华发集”8亿元，将分别于存续期的第3、4、5、6年偿还25%的本金，以2014年的EBITDA和经营活动现金流为基础进行分析，公司存续期内债券分期

偿还能力分析如下表所示：

表 8 2014 年 EBITDA 和经营活动现金流对公司存续期内债券分期偿还能力分析（单位：亿元，倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
待偿还本金	6.25	8.25	8.25	8.25	2.00
EBITDA 保障倍数	2.62	3.66	3.66	3.66	15.10
经营活动现金流入量保障倍数	32.91	24.94	24.94	24.94	102.86
经营活动现金流净额保障倍数	0.03	0.02	0.02	0.02	0.08

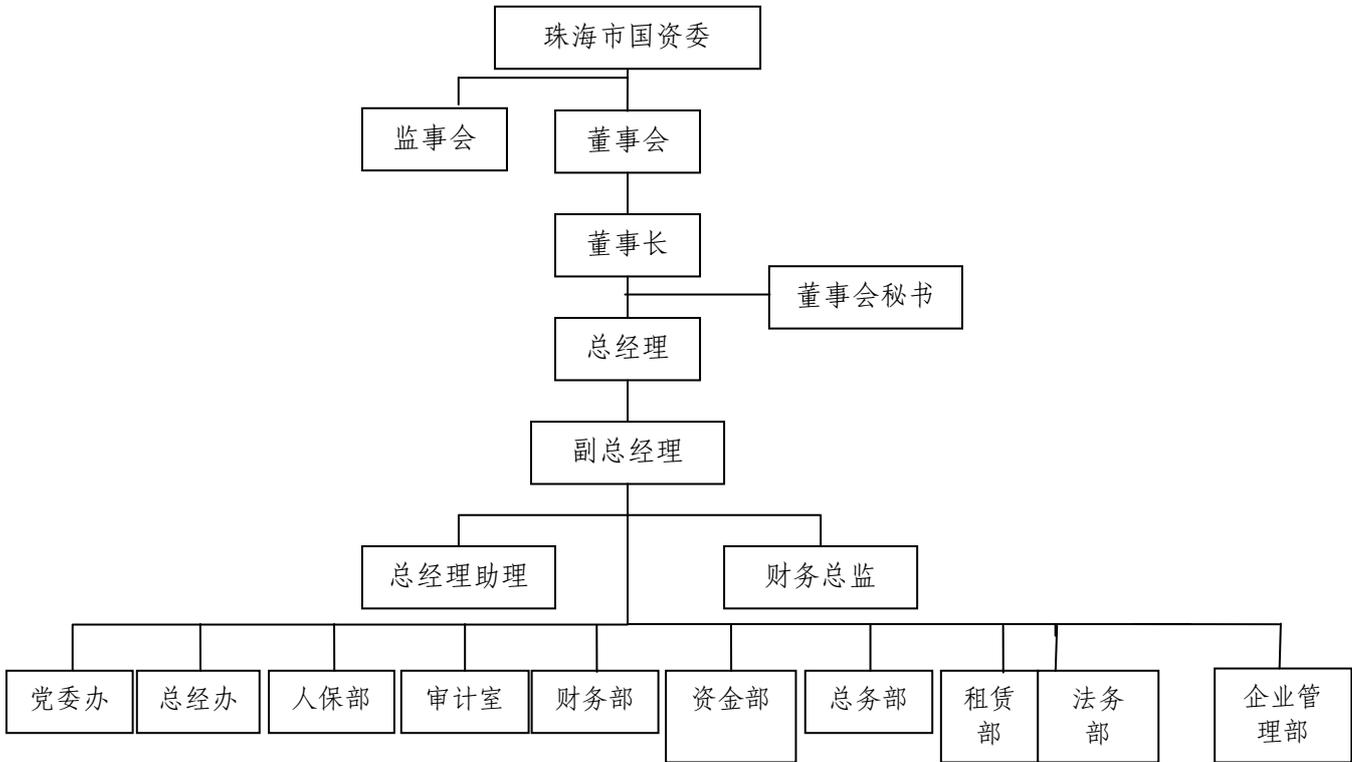
数据来源：根据审计报告整理

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内债券的分期保障能力强，EBITDA 对存续期内债券的分期保障能力较强，经营活动现金流净额对存续期内债券的分期保障能力弱。

十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12华发集团债/12华发集”和“13华发集团债/13华发集”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 华发集团主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	73.71	125.19	144.31
资产总额(亿元)	488.44	783.74	1226.95
所有者权益(亿元)	194.44	265.18	299.61
短期债务(亿元)	60.35	149.27	316.41
长期债务(亿元)	131.67	226.18	387.80
全部债务(亿元)	192.02	375.45	704.20
营业收入(亿元)	67.87	110.88	172.43
利润总额(亿元)	8.73	10.21	13.74
EBITDA(亿元)	11.90	16.35	30.19
经营性净现金流(亿元)	-11.94	3.95	0.16
财务指标			
销售债权周转次数(次)	11.98	6.91	6.41
存货周转次数(次)	0.17	0.20	0.21
总资产周转次数(次)	0.16	0.17	0.17
现金收入比(%)	88.29	99.34	103.08
营业利润率(%)	25.36	19.89	19.95
总资本收益率(%)	2.19	1.76	2.24
净资产收益率(%)	3.00	2.14	2.59
长期债务资本化比率(%)	40.38	46.03	56.41
全部债务资本化比率(%)	49.69	58.61	70.15
资产负债率(%)	60.19	66.17	75.58
流动比率(%)	256.03	249.11	189.80
速动比率(%)	68.54	78.34	56.39
经营现金流动负债比(%)	-7.51	1.37	0.03
全部债务/EBITDA(倍)	16.13	22.96	23.32

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。