

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1185 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/PR华发集”、“13华发集团债/PR华发债”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/PR 华发集	25 亿元 ¹	2012/02/16~ 2018/02/16	AA ⁺	AA ⁺
13 华发集团债 /PR 华发债	8 亿元 ²	2013/06/05~ 2019/06/05	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	125.19	142.85	195.50
资产总额(亿元)	783.74	1226.95	1575.05
所有者权益(亿元)	265.18	299.61	376.82
短期债务(亿元)	149.27	315.49	310.03
全部债务(亿元)	375.45	703.28	953.84
营业收入(亿元)	110.88	172.43	211.03
利润总额(亿元)	10.21	13.74	15.42
EBITDA(亿元)	16.35	30.19	39.87
经营性净现金流(亿元)	3.95	0.16	10.44
营业利润率(%)	19.89	19.95	19.46
净资产收益率(%)	2.14	2.59	2.17
资产负债率(%)	66.17	75.58	76.08
全部债务资本化比率(%)	58.61	70.13	73.22
流动比率(%)	249.11	189.80	223.18
全部债务/EBITDA(倍)	22.96	23.29	23.92
经营现金流流动负债比(%)	1.37	0.03	1.82

注: 下属公司发行的资产支持证券、永续中期票据已计入长期债务核算, 超短期融资券已计入短期债务核算。

分析师

刘琨轩 刘 博
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业务不断发展, 资产、收入和利润均实现较快增长。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, 债务规模持续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。

公司城市运营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, 金融业务范围不断拓展, 呈快速增长态势。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/PR 华发集”和“13 华发集团债/PR 华发债”AA⁺的信用等级。

优势

1. 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. 公司作为珠海市首批两家总部企业之一, 继续保持珠海市房地产和城市综合服务突出行业地位和竞争优势, 金融业务顺利推进, 对公司盈利做出有效补充。
3. 跟踪期内, 公司资产、权益、收入和利润均大幅增长。
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。

¹截至本报告出具日, 12 华发集已兑付本金 12.50 亿元。

²截至本报告出具日, 13 华发集已兑付本金 2.00 亿元。

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. 公司整体盈利能力仍较弱，经营性净现金流波动较大。

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“12 华发集团债/PR 华发集”、“13 华发集团债/PR 华发债”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(以下简称“珠海市国资委”),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“4+1”的整体业务布局,以城市运营、房地产开发业务为两大核心支撑业务和以金融产业、产业投资为两大核心突破业务;以商业贸易、文教创意、现代服务等作为核心业务的延伸和配套的多元化发展格局。

截至2015年底,华发集团本部拥有战略投资管理中心、人力资源管理中心、财务管理部、资金管理部、监察审计室、总经办、信息管理部、总务部、工会、党委办、纪检办11个职能部门,拥有(合并口径)109家子公司(其中2家为上市公司)。

截至2015年底,华发集团合并资产总额1575.05亿元,所有者权益376.82亿元(含少数股东权益188.87亿元)。2015年公司实现营业收入211.03亿元,利润总额15.42亿元。

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

2015年,中国经济步入“新常态”发展阶段,全年GDP67.7万亿元,同比实际增长6.9%,增速创25年新低,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看,2015年,我国消费需求整体上较为平稳,固定资产投资增速持续下滑,进出口呈现双降趋势;同时,全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)处于较低水平,制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下,显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下,我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算,2015年,我国国内生产总值(GDP)67.7万亿元,同比实际增长6.9%,增速创25年新低;分季度看,GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%,经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长,但第三产业同比增速有所提高,表明我国在经济增速换挡期内,产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行,成为GDP增速回落的主要原因。2015年,我国固定资产投资(不含农户)55.2万亿元,同比名义增长10.0%(扣除价格因素实际增长12.0%,以下除特殊说明外均为名义增幅),增速呈现逐月放缓的态势。其中,基础设施建设投资增速较快,但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显,成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳,为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年,我国社会消费品零售总额30.1万亿元,同比增长10.7%,增幅较2014年下降1.3个百分点;我国消费与人均收入情况大致相同,我国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%,扣除价格因素实际增长

7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年，我国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2016年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框

架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业分析

1. 城市基础设施运营

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起

到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题

的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

整体看，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。

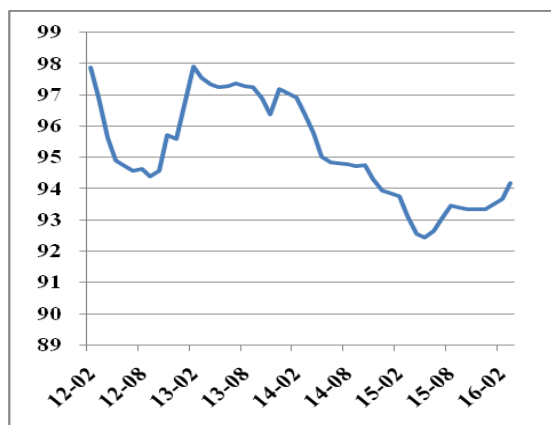
2. 房地产开发行业

近年地产行业概况

进入 2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步

出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

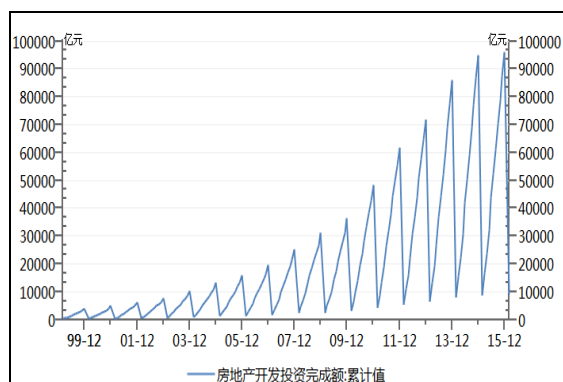
图1 2012年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：wind资讯

房地产投资：2015年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资9.60万亿元，同比增长1.0%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%。房屋开工/竣工面积：2015年，全国房屋新开工面积15.4亿平方米，同比下降14.0%，其中住宅新开工面积10.7亿平方米，同比下降14.6%。房地产销售：2015年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为12.85亿平方米，同比增长6.5%，销售额为8.73万亿元，同比增长14.4%。

图2 房地产开发投资完成额



资料来源：wind资讯

2016年1~3月，全国房地产开发投资17677亿元，同比名义增长6.2%（扣除价格因

素实际增长9.1%），增速比1-2月份提高3.2个百分点。其中，住宅投资11670亿元，增长4.6%，提高2.8个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为66.0%；房地产开发企业房屋施工面积61.80亿平方米，同比增长5.8%，其中，住宅施工面积42.40亿平方米，增长4.0%。房屋新开工面积2.83亿平方米，增长19.2%，增速提高5.5个百分点。其中，住宅新开工面积1.93亿平方米，增长14.8%。房屋竣工面积2.00亿平方米，增长17.7%，增速回落11.2个百分点。其中，住宅竣工面积1.45亿平方米，增长17.1%。2016年1~3月，商品房销售面积2.43亿平方米，同比增长33.1%，其中，住宅销售面积增长35.6%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

房地产供求与信贷环境

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。

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。2014年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，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2014 年，房地产贷款余额 17.37 万亿元，同比增长 18.9%，无论是开发型还是消费型房地产贷款均呈上升态势。2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

政策环境

2015 年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《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关于个

人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套房首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化

差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。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. 珠海市区域环境和土地市场

根据《2015 年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2015 年珠海市实现地区生产总值（GDP）2024.98 亿元，同比增长 10.0%。其中，第一产业增加值 46.63 亿元，增长 3.0%，对 GDP 增长的贡献率为 0.6%；第二产业增加值 1006.01 亿元，增长 10.2%，对 GDP 增长的贡献率为 54.8%；第三产业增加值 972.34 亿元，增长 10.0%，对 GDP 增长的贡献率为 44.6%。三次产业的比例为 2.3：49.7：48.0。

财政方面，全市一般公共预算收入 269.96 亿元，比上年增长 17.2%。其中，税收收入 210.65 亿元，增长 15.7%。

2015 年，珠海市全年完成固定资产投资 1305.14 亿元，比上年增长 15.0%。其中，房地产开发投资 524.12 亿元，增长 35.0%。全年商品房施工面积 2245.42 万平方米，增加 9.2%，其中商品住宅 1469.21 万平方米，增加 4.8%。商品房竣工面积 196.39 万平方米，增加 18.2%，其中住宅 156.79 万平方米，增加 22.0%。商品房销售面积 417.69 万平方米，增长 24.3%，其中住宅 385.80 万平方米，增长 31.7%。年末商品房待售面积 173.85 万平方米，减少 1.6%，

其中住宅 98.44 万平方米，减少 14.3%。

2015 年珠海房地产市场随政策利好有所回暖。2015 年珠海成功出让 85 宗土地，合计面积 368.63 万平方米。其中，土地成交宗数与去年相比增加 18 宗；而成交面积相比去年减少 21.47%，全年土地出让金额 207.16 亿元，与去年相比增加约 44.48 亿元，同比增长 27.34%；全年住宅地、商住地出让 11 宗，成交面积 75.93 万平方米，成交金额 79.93 亿元。优质宅地上市吸引了保利、万科、华发、格力、时代等实力大房企继续圈地，而奥园、碧桂园、恒大地产等外来房企也成功初进珠海市场，推动了土地价格上涨。

从区域上看，西区仍为珠海土地供应的主力军，2015 年西区共挂牌 36 宗土地，供应面积高达 188.94 万平方米，占比 51.25%。而横琴片区全年出让土地 22 宗，土地出让面积 91.30 万平方米，出让金额 123.82 亿元，金额占全市的 57.77%，9 月珠海大横琴有限公司以总价 54.88 亿元拿下 2015 年珠海土地成交总价地王。主城区全年出让土地 26 宗，土地出让面积 87.85 万平方米，出让金额 56.58 亿元。2015 年保税区出让土地 1 宗，土地出让面积 0.54 万平方米，出让金额 0.25 亿元。

整体看，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和珠海城市建设的推进，土地市场有望保持良性发展。

五、基础素质分析

1. 产权结构

截至 2015 年底，珠海市国资委持有公司 100% 股权，是公司的实际控制人。

2. 企业规模

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。

政府支持方面，跟踪期内，公司获得珠海

市国资委增资款 8.04 亿元，计入“资本公积”。

跟踪期内，公司规模持续扩大，业务范围不断延伸，初步形成了以城市运营和房产开发为核心支撑业务，以金融产业和产业投资为核心突破业务，以商业贸易、文教创意、现代服务等为综合配套业务的“4+1”业务格局。截至 2015 年底，公司合并范围内子公司已达 109 家。

六、管理分析

跟踪期内，公司的管理体制无重大变化。2015 年，根据珠海华集人【2015】23 号文件，经珠海市国资委研究决定委派周优芬、王喆同志为公司董事，对公司生产经营无重大影响。

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，华发集团原有重点业务板块城市运营、金融投资和房地产开发业务持续发展，并初步形成对新核心业务板块产业投资板块的布局；综合配套板块包括商业贸易、文教创意和现代服务业务。

表 1 2013~2015 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2013 年			2014 年			2015 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	68.63	62.90	31.99	68.40	40.44	35.93	78.37	38.03	30.31
土地一级开发	12.19	11.18	52.77	31.43	18.58	53.53	39.04	18.94	48.99
大宗商品批发	21.42	19.63	2.09	58.18	34.39	1.38	71.73	34.80	0.97
其他	6.86	6.29	27.71	11.14	6.59	42.69	16.96	8.23	51.81
合计	109.10	100.00	28.17	169.15	100.00	27.76	206.10	100.00	25.41

资料来源：公司提供

2015 年，公司实现主营业务收入 206.10 亿元，同比增长 21.85%，增长主要来自房地产开发和大宗商品批发业务。2015 年，公司主要收

入板块业务发展良好，房地产开发、土地一级开发和大宗商品批发板块分别实现收入 78.37 亿元、39.04 亿元和 71.73 亿元，同比分别增长

14.58%、24.22%和 23.29%，占主营业务收入分别为 38.03%、18.94%和 34.80%。公司其他主营业务收入包括利息净收入、手续费及佣金收入、物业服务和汽车销售收入等，各单项收入规模较小。

从毛利率看，2015 年公司房地产开发业务毛利率 30.31%，较 2014 年有所下降主要系个别结算项目售价较低所致；2015 年土地一级开发业务毛利率为 48.99%，同比有所下降系出让地块地理位置不同、价格及成本结构不同所致；2015 年大宗商品批发业务毛利率为 0.97%，较 2014 年变化不大，毛利率水平较低主要系公司控制贸易风险，调低盈利预期所致；其他主营业务毛利率 2015 年有所上升主要系毛利率水平较高的金融业务收入占比上升所致；综合以上因素，2015 年公司主营业务毛利率有所下降，为 25.41%。

2. 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，截至 2015 年底，华发集团对其持股 27.24%（直接持有 24.35%，通过下属子公司持有 2.89%）。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 2015 年底，华发股份总资产 916.36 亿元，所有者权益 189.70 亿元；2015 年，华发股份实现营业收入 83.42 亿元，归属于母公司所有者的净利润 7.08 亿元。

从房地产开发建设情况看，近年来华发股份转变经营策略，主要向一线及部分二线城市发展，跟踪期内，受房地产市场调控影响较小，新开工建设项目逐年增加，2015 年，新开工面积为 219.72 万平方米，较 2014 年增长 47.09%；竣工面积为 106.05 万平方米，较 2014 年增长 54.41%；在建面积为 451.53 万平方米，较 2014 年增长 57.88%。截至 2015 年底，公

司在开发项目总建筑面积 710.15 万平方米，其中一线城市（广州、上海）占比 11.19%，二线城市占比 69.37%，三线城市占比 19.44%，已竣工 106.05 万平方米，在建和待建建筑面积 604.10 万平方米，2016~2018 年华发股份预计房地产开发投资 883.62 亿元，在建和待建建筑面积大，一方面为未来销售提供支撑，另一方面带来较大资金压力。

表 2 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	2014 年	2015 年
新开工面积	149.38	219.72
竣工面积	68.68	106.05
期末在建面积	286.00	451.53
合同销售面积	84.07	79.77
合同销售金额	80.35	133.00
合同销售均价	0.96	1.67

资料来源：公司提供

销售方面，2015 年华发股份实现签约销售面积为 79.77 万平方米，较 2014 年减少 5.11%；实现签约销售金额为 133 亿元，较 2014 年增长 65.53%。从销售价格上看，公司项目定位高端，销售均价较高，2015 年销售均价大幅增长至 1.67 万元，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。

土地储备方面，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，部分高价地块采取共同出资的形式取得，在一定程度上降低了公司购地资金支出的压力和风险。区域拓展上，华发股份首先扎根珠海，确保珠海的龙头地位；加大对上海、广州、武汉等地的投资布局，努力开拓其他一线及二线重点城市的市场；采取聚焦战略，围绕上海、北京、深圳、广州、武汉、南京、杭州、厦门等核心城市形成区域布局；项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主。截至 2015 年末，华发股份土地储备建筑面积约 836.03 万平方米，2015 年购地 45.97 万平方米，购地支出 173.07 亿元，同比增加主要系公

司购地策略改变，主要向一线和二线城市发展，所购地块位置较好，购地成本较高。从区域分布看，公司在巩固珠海市场的同时，加大在上海、武汉等地区的土地获取力度，项目区域布局进一步优化，形成了以珠海、广州、上海和武汉为重点区域的开发格局。截至 2015 年底，华发股份共拥有 23 个未售项目的土地储备，一线城市的项目数量有所增加，其中 2 个项目位于广州和上海，公司所持土地总体地理位置较佳，升值空间较大。

3. 城市综合服务

华发集团的城市综合服务业务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 2015 年底，综合发展公司合并资产总额为 526.81 亿元，所有者权益为 227.35 亿元；2015 年，综合发展公司实现营业收入 102.70 亿元，实现利润总额 9.54 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

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；截至 2015 年底，华发物业进行物业服务的物业面积达 1959.05 万平方米。近年，公司物业管理收入持续增长，

2015 年实现收入 2.44 亿元，同比增长 13.92%。

（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、金湾航空城、保税区、高新区北围等土地一级开发和基础设施建设项目。

十字门中央商务区的开发建设主要由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 2015 年末，十字门公司总资产 325.76 亿元，所有者权益 158.78 亿元。

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，主要建设内容有土地一级开发、市政基础设施及重点建设项目。开发资金是珠海市政府以增资公司及下属公司的方式提供前期启动资金，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。2015 年，出让横琴片区土地 4 宗，湾仔片区土地 1 宗，出让面积 63.34 万平方米，确认营业收入 22.46 亿元。

市政基础设施包括横琴片区及湾仔片区两部分，截至 2016 年 4 月底，十字门中央商

务区横琴片区和湾仔片区土地青苗补偿已完成。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 公司十字门中央商务区在建城市运营项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2016 年 3 月底已投资	计划投资额			
			2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
十字门中央商务区土地一级开发	84.00	46.40	17.85	10.15	6.23	3.37
会展商务组团	87.00	73.54	8.60	4.86	--	--
横琴国际金融大厦	40.00	10.19	6.88	12.03	10.90	--
横琴金融街	7.00	6.34	0.66	--	--	--
合计	218.00	136.47	33.99	27.04	17.13	3.37

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持有土地的转让收入，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。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，但受经济及政策影响，未来土地出让收入存在一定不确定性。

公司其他土地一级开发项目包括金湾航空新城一级土地开发、保税区二期土地一级开发和珠海高新区北围一级土地开发等项目，业务模式为公司与当地政府签署合作协议，由公司成立专门的项目子公司参与上述区域的开发建设，土地出让后优先偿还公司开发成本，公司获得约定比例的分成收益。金湾航空新城土地一级开发项目已于 2013 年下半年开工，计划施工时间为 5 年，项目总投资为 35.00 亿元，2015 年，金湾航空新城土地一级开发实现营业收入 15.72 亿元；保税区二期土地一级开发项目已于 2014 年下半年开工，截至 2015 年末，该项目还未产生收益。

另外，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横琴创意谷项目是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。项目总投资 10 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。

截至 2016 年 3 月底，公司非十字门商务区在建城市运营项目总投资 221.84 亿元，已投资 44.29 亿元。

科技创新海岸（北围）项目位处珠海北部，是唐家湾滨海科技新城北部重要组成部分。公司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的土地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。项目占地约 858 公顷，其中场地平整填土总量约 5230 万立方米，市政道路总长约 62 公里，绿化景观总面积 198 万平方米，填海区总面积约 358 公顷，以及新建桥梁 9 座（中珠渠 5 座、金星渠 4 座）。现有陆域部分占地约 500 公顷，场地平整填土总量约 1650 万立方，市政道路总长约 36 公里，绿化景观总面积约 111 万平方米，以及新建桥梁 5 座（中珠渠 3 座、金星渠 2 座）。项目计划三年建成现有陆域部分的市政基础设施，七年完成区域内所有市政基础设施建设，并通过北围和 TOD 的联动开发，十年打造“产城一体，融合发展，政府主导，企业运作”的珠海北低碳新城。项目预计总投资 156.84 亿元，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。截至 2016 年 3 月底, 该项目已投资 14.77 亿元, 2016~2019 年计划投资 89.09 亿元。

北围项目可出让用地总面积约 294 公顷, 可出让建筑总面积约 627 万平方米, 其中现有陆域可出让用地总面积约 188 公顷, 可出让用地建筑面积约 396 万平方米。未来公司将根据

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由市级财政在扣除农业土地开发资金后, 收取 15%, 剩余 85%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 7%后, 剩余部分全额拨付给项目公司。

表 4 公司非十字门商务区在建项目开发情况(单位: 万元)

项目名称	预计完工时间	总投资	截止 2016 年 3 月底投资额	预计投资			
				2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
金湾航空城	2018 年	35.00	16.96	7.00	7.00	4.04	--
保税区二期	2019 年	20.00	6.72	7.00	6.28	--	--
横琴创意谷	2016 年	10.00	5.84	4.16	--	--	--
高新区北围	2023 年	156.84	14.77	17.82	23.15	39.02	9.10
合计		221.84	44.29	35.98	36.43	43.06	9.10

资料来源: 公司提供

整体看, 公司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收入和房地产收入受经济环境和政策影响存在一定不确定性, 公司存在较大资金压力。

(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和汽车销售业务。

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。公司大宗商品批发贸易品种涵盖钢

材、管桩、焦炭、煤炭、燃料油等产品, 2015 年, 公司主要采购的商品为燃料油、煤炭、化工产品及钢材, 采购量分别为 57.10 万吨、14.57 万吨、7.94 万吨和 9.03 万吨, 2015 年公司采购产品的种类与数量较 2014 年变化较大; 采购价格方面, 受宏观经济影响, 2015 年公司采购的钢材、燃料油及进口铁矿砂产品采购价格较 2014 年均有所下滑。2015 年, 公司大宗商品批发业务收入 71.73 亿元, 业务毛利率 0.97%, 2015 年收入主要来自燃料油贸易和化工产品贸易, 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。

表 5 公司主要大宗商品采购情况(单位: 元/吨、万吨)

商品	采购平均单价		采购数量	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
钢材	3022	2838	14.02	9.03
焦炭	1011	--	94.83	--
煤炭	--	383	--	14.57
燃料油	5200	4771	8.56	57.10
重质油	4698	--	10.49	--
进口铁矿砂	562	472	76.46	21.90
化工产品	--	7976	--	7.94
铜	--	39895	--	4.73

资料来源: 公司提供

公司贸易双方均为行业中规模较大企业，信誉度较高，公司各类商品贸易的结算方式根据实际客户情况及交易品种不同有一定差异，2015 年预付上游采购款和银行承兑汇票支付上游采购款有所增多，主要结算方式情况如下表所示。公司一般对国内上游供货方采取货到

付现款的方式结算，对进口贸易中国外供货方采用 90 天信用证的结算方式。对于下游采购方，建材及焦炭区分体系内和体系外两种结算方式，对体系内采取月结的方式，体系外采取现款结算。油料类一般为月结，进口铁矿砂贸易采取先款后货的形式结算。

表 6 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	付款方式	主要下游采购方	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	预付	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	货到付现款	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	货到付现款	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	货到付现款	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	货到付现款	珠海宝塔石化有限公司	月结
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	货到付现款	珠海市华峰石化有限公司	月结
进口矿砂	YYF ENTERPRISES LIMITED	90 天信用证	珠海鑫盛仓储有限公司	月结

资料来源：公司提供

总体看，公司大宗商品贸易规模较大，增长较快，但毛利率水平相对较低，对公司整体盈利贡献较小。

②汽车销售

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 家分公司珠海市华发上众汽车有限公司和珠海市华发锐达汽车有限公司分别经营上海大众和斯柯达品牌两个品牌的汽车销售和维修。2015 年公司汽车销售实现收入 2.26 亿元，占公司主营业务收入的 1.10%，较 2014 年下降 20.58%，汽车销售量主要受汽车行业市场化程度较高、竞争加剧影响有所下滑。汽车采购的结算方式主要为现金结算，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。

4. 金融和产业投资

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 2015 年底，珠海金控总资产 216.62 亿元，所有者权益 54.56 亿元；2015 全年实现营业收入 4.39 亿元，净利润 2.79 亿元。珠海金控下属子公司包括华金证券有限公司（原航天证券有限责任公司，以下简称“华金证券”）、华金期货有限公司、珠海华金融资担保有限公司和珠海产权交易中心有限责任公司等，业务范围涵盖证券、基金、交易平台、期货、资产管理、小额贷款、融资担保、保理

公司等。另外，公司还参股了珠海华润银行股份有限公司、珠海农村商业银行及横琴华通金融租赁有限公司等，正在筹划设立人寿保险公司（牌照申请已获得保监会批复）。公司已基

本实现金融产业全牌照布局（除信托牌照外），实现对北京、上海、深圳、香港、天津等核心金融城市的覆盖。

表 7 公司主要参控股金融企业（单位：亿元）

公司名称	主营业务	持股比例(%)	注册资本	是否纳入合并范围
华金证券有限责任公司	证券经纪，证券投资咨询，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，证券自营，证券承销与保荐，代销金融产品，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售等	77.04%	12.80	是
华金期货有限公司	商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理	100.00%	6.00	是
珠海产权交易中心有限责任公司	为各类产权交易提供服务	100.00%	1.00	是
珠海农村商业银行	银行业	9.90%	20.84	否
横琴华通金融租赁有限公司	融资租赁	35.00%	20.00	否
珠海华润银行股份有限公司	银行业	22.53%	56.38	否

资料来源：公司提供

华金证券是公司金融业务和利润主要来源，主要包括证券经纪、资产管理、投资银行、证券投资和融资类业务。2015 年，华金证券母公司实现主营业务净收入 3.67 亿元，同比增长 273.08%。其中：手续费及佣金净收入 1.89 亿元，同比增长 412.87%；利息净收入 0.34 亿元，同比下降 11.67%；投资收益 1.38 亿元，同比增长 522.23%；公允价值变动损益 553.51 万元，同比增长 435.14%；2015 年，经纪业务、投资

银行业务、资产管理业务、自有资金利息、证券投资业务净收入分别为 0.71 亿元、0.63 亿元、0.52 亿元、0.11 亿元和 1.44 亿元。

华发集团产业投资业务经营主体主要为珠海金控及其下属子公司珠海铎创投资管理有限公司等，以通过设立股权基金获得投资收益为主要盈利模式，产业投资开展时间较短，但是公司未来战略布局的核心板块之一。

表 8 公司控股股权基金管理公司（单位：万元）

公司名称	所在地	注册资本	持股比例
深圳华金瑞盈股权投资基金管理有限公司	深圳	1000.00	85.06
深圳铎融股权投资基金管理有限公司	深圳	1000.00	43.38
珠海金控股权投资基金管理有限公司	珠海	500.00	85.06
珠海金控金湾股权投资基金管理有限公司	珠海	500.00	68.05
珠海金创医药产业投资基金(有限合伙)	珠海	6000.00	63.8
珠海创业投资引导基金有限公司	珠海	40000.00	42.53
珠海横琴新区丰铎股权投资基金管理有限公司	珠海	3100.00	43.38
深圳铎融精品城市化股权投资基金合伙企业（有限合伙）	深圳	52079.28	84.26
天津华金瑞盈股权投资基金管理有限公司	天津	1000.00	85.06
珠海横琴新区建富东方城市化股权投资基金合伙企业（有限合伙）	珠海	50.00	85.06

资料来源：公司提供

5. 经营效率

从经营效率来看, 2015 年公司销售债权周转次数 6.78 次, 较 2014 年的 6.48 次有所上升; 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, 2015 年为 0.19 次; 总资产周转次数近三年维持低位, 2015 年为 0.15 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/PR 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/PR 华发集”募集资金均用于指定用途。公司已分别于 2015 年 2 月 16 日和 2016 年 2 月 16 日兑付“12 华发集团债/PR 华发集”25%和 25%本金, 截至本报告出具日, “12 华发集团债/PR 华发集”待偿还本金 12.50 亿元。

“13 华发集团债/PR 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。公司已于 2016 年 6 月 5 日兑付“13 华发集团债/PR 华发集”25%的本金, 截至本报告出具日, “13 华发集团债/PR 华发集”待偿还本金 6.00 亿元。

九、财务分析

公司提供的2014~2015年财务报表已经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计³, 并出

³2016 年 5 月, 中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所(特殊普通合伙)、北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙)、瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)(以下简称“瑞华”)、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016 年 6 月, 中国银行间交易商协会(以下简称“交易商协会”)发布公告称, 经自律处分会议复审决定, 给予瑞华公开谴责处分, 责令瑞华及时改正, 并暂停瑞华相关业务, 期限为一年。

具了标准无保留审计意见。

2015 年公司新增纳入合并范围的控股子公司 42 家, 其中 38 家为新设公司, 4 家为收购获得, 期末净资产总计 74.83 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 2015 年底的数据为基础进行分析。

截至 2015 年底, 华发集团合并资产总额 1575.05 亿元, 所有者权益 376.82 亿元(含少数股东权益 188.87 亿元)。2015 年公司实现营业收入 211.03 亿元, 利润总额 15.42 亿元。

1. 盈利能力

公司 2015 年实现营业收入 211.03 亿元, 同比增长 22.38%, 公司营业收入的大幅增长主要系房地产开发业务和大宗商品批发业务的收入增长。2015 年公司的营业成本较上年增长 26.45%, 略高于营业收入的涨幅, 公司营业利润率基本稳定, 为 19.46%。

2015 年, 受到财务费用和管理费用大幅增加影响, 公司期间费用占营业收入比上升至 17.61%, 公司期间费用对公司利润侵蚀加大。2015 年, 投资收益较上年大幅增加至 11.62 亿元, 主要为投资信托收益 9.34 亿元, 此部分有效补充了公司利润。2015 年公司利润总额为 15.42 亿元, 同比增长 12.27%。

从盈利指标看, 2015 年公司总资本收益率 2.28%, 较 2014 年有所上升; 净资产收益率 2.17%, 较 2014 年的 2.59%有所下降, 公司盈利指标仍偏弱, 盈利能力有待提高。

综合来看, 跟踪期内, 公司盈利能力受毛利率较低的大宗贸易收入增加和期间费用较高影响, 仍然处于较低水平, 金融业务带来的投资收益对公司利润形成了良好补充; 长期来看, 随着公司业务板块的逐步调整, 金融业务的开展和珠海市各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 2015 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 2015 年经营活动现金流入 259.89 亿元，同比增长 26.34%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 226.62 亿元，同比增长 27.50%；收取利息、手续费及佣金 6.24 亿元，同比增长 117.13%，主要系华金证券业务规模增长所致；收到与其他与经营活动有关的现金 15.89 亿元，主要为利息、管理及服务费收入和资金往来款。公司 2015 年经营活动现金流出 249.45 亿元，同比增长 21.36%，构成主要包括购买商品、接受劳务支付的现金 164.99 亿元，支付的各项税费 21.00 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 34.51 亿元（主要为支付经营管理费用和资金往来）以及金融业务有关的客户存款和同业存放款项净减少额 6.33 亿元、购置以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产净增加额 3.44 亿元等。公司 2015 年经营活动现金流净额为 10.44 亿元，同比大幅增长。公司 2015 年的现金收入比为 107.39%，收现水平有所提高。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，随金融业务规模扩大，2015 年，公司投资活动现金流入 95.32 亿元，同比增长 232.15%，主要为收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金。2015 年公司购建固定资产、无形资产等支付的资金 151.53 亿元，同比下降 18.74%，主要系土地开发投入减少所致；公司投资支付的现金 161.51 亿元，同比增长 1.93%，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 2015 年投资活动现金流出 313.04 亿元，投资活动现金流净额-217.72 亿元。

公司近年来的扩张行为加剧，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。

2015 年，公司筹资活动现金流入 871.33

亿元，较上年增长 44.27%，其中取得借款收到的现金和发行债券收到的现金分别为 714.64 亿元和 75.62 亿元，吸收投资收到的现金 79.31 亿元，主要为子公司收到少数股东投资收到的资金 71.25 亿元和收到珠海市国资委增资款 8.04 亿元；筹资活动现金流出 625.61 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 2015 年筹资活动现金流净额 245.72 亿元，能够较好地覆盖公司大规模的投资需求。

总体看，跟踪期内，公司城市运营业务的投资规模仍较大，该类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；随着珠海金控业务的开展，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，随着投资力度的加大，华发集团资产总额实现快速增长，截至 2015 年底，华发集团（合并）资产 1575.05 亿元，同比增长 28.37%。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 2015 年底，华发集团流动资产和非流动资产占比分别为 81.25%和 18.75%。

2015 年，公司的流动资产增长迅速，同比增长 25.94%，增长主要来自货币资金、存放同业及其他金融机构款项、存货和其他流动资产的增加。截至 2015 年底，公司流动资产总额 1279.66 亿元，其中货币资金占 8.43%、存放同业及其他金融机构款项占 5.50%、存货占 74.06%。

截至 2015 年底，公司货币资金 107.85 亿元，同比增长 26.22%，受限货币资金 19.67 亿元，主要系借款及应付票据保证金和存放中央银行法定存款准备金；存放同业款项 70.35 亿元，同比增长 48.08%；2015 年公司的预付账

款减少主要为新购置土地出让金转入存货科目所致，公司预付账款主要为预付土地出让金、预付货款和预付股权受让款。

截至 2015 年底，公司存货 947.68 亿元，主要是开发成本和开发产品及出租开发产品，2015 年，公司存货大幅增长 32.70%，主要来自购置土地和开发投入带来的开发成本的增加，2015 年底公司存货中开发成本 893.66 亿元，较上年底增加较多的几个项目为：上海闸北项目、珠海十字门国际花园项目、广州广钢项目和十字门土地一级开发等。截至 2015 年底，公司其他流动资产 41.47 亿元，增长主要来自与合营公司往来款及其他、预交税费和委托贷款以及融出资金。

受益于公司持有至到期投资、投资性房地产的增加，2015 年公司非流动资产同比增长 40.07%，截至 2015 年底为 295.39 亿元，其中持有至到期投资占 23.57%、长期股权投资占 28.50%、投资性房地产占 29.49%、固定资产占 9.96%。持有至到期投资主要系公司持有的专项基金管理计划和信托计划，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，截至 2015 年底为 69.61 亿元，较 2014 年底下降 19.42%。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 84.19 亿元，较上年底增长 197.55%，主要系新增对上海华泓钜盛房地产开发有限公司和珠海华润银行股份有限公司的投资；截至 2015 年底，公司投资性房地产 87.10 亿元，较上年底增加主要系十字门公司开发的酒店达到使用状态并对外出租，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

受永续债发行和子公司少数股东权益增长等因素影响，2015 年公司所有者权益同比增长 25.77%。截至 2015 年底，公司所有者权益

376.82 亿元，主要由资本公积和少数股东权益构成，分别占 31.11%和 50.12%。公司 2015 年底新增科目其他权益工具科目，系综合发展公司发行的永续中期票据，截至 2015 年底为 28.00 亿元，已计入长期债务核算。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一般。

2015 年，公司负债规模快速攀升，同比增长 29.21%。截至 2015 年底，公司负债总额 1198.23 亿元，其中流动负债占 47.85%，非流动负债占 52.15%。流动负债构成主要为：短期借款占 29.06%、应付账款占 17.45%、预收款项占 14.83%、其他应付款占 9.30%和一年内到期的非流动负债占 20.28%。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。2015 年其他应付款下降原因为土地增值税准备金和合作地块借款减少。

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 73.96%和 23.28%。截至 2015 年底，公司长期借款 462.16 亿元，较上年底增长 54.74%，主要系公司业务规模扩张，资金需求增长所致，长期借款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 2015 年新增 56.32 亿元，主要系子公司综合发展公司发行的 8 亿元“15 珠海华发 MTN001”、7 亿元“15 珠海华发 MTN002”、3 亿元“15 珠海华发 SCP001”、30 亿元公司债券“15 华发 01”和在香港发行的 15 亿元人民币债券，“15 珠海华发 SCP001”已计入短期债务核算。截至 2015 年底，公司长期应付款为华发物业资产支持证券 11.21 亿元，已计入长期债务核算。

公司有息债务近年来迅速增长，2015 年底全部债务合计 953.84 亿元，较 2014 年底增长 35.63%，其中短期债务占比 32.50%，长期债务占比 67.50%，公司有息债务以长期债务为

主。2015 年底，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分别为 76.08%、73.22%和 64.86%，较 2014 年底分别上升 0.50 个、3.09 个和 8.45 个百分点，债务负担有所加重。

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，债务负担有所加重，目前有息债务水平高。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底公司流动比率和速动比率分别为 223.18%和 57.90%，较 2014 年底有所上升，由于公司流动资产中存货占比较高，公司速动比率偏低。2014~2015 年，公司经营现金流动负债比分别为 0.03%和 1.82%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力弱，公司短期债务规模大，面临较大短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA39.87 亿元，同比增长 32.06%，全部债务/EBITDA 为 23.92 倍，较 2014 年有所上升，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 2015 年底，除了下属子公司华发股份为业主提供按揭购房贷款 41.46 万元担保外，华发集团合并口径无其他对外担保。

截至 2015 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 696.57 亿元，尚未使用 207.16 亿元，公司间接融资渠道畅通。另外，公司合并范围内拥有 2 家上市公司，具备直接融资渠道。

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

根据公司提供的中国人民银行《企业信用信息报告》（机构信用代码为 G10440401000391600），截至 2016 年 6 月 10 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

十、债券偿债能力分析

公司存续期内的债券“12华发集团债/PR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/PR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2015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 2015 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
待偿还本金	8.25	8.25	8.25	2.00
EBITDA 保障倍数	4.83	4.83	4.83	19.94
经营活动现金流入量保障倍数	31.50	31.50	31.50	129.95
经营活动现金流净额保障倍数	1.27	1.27	1.27	5.22

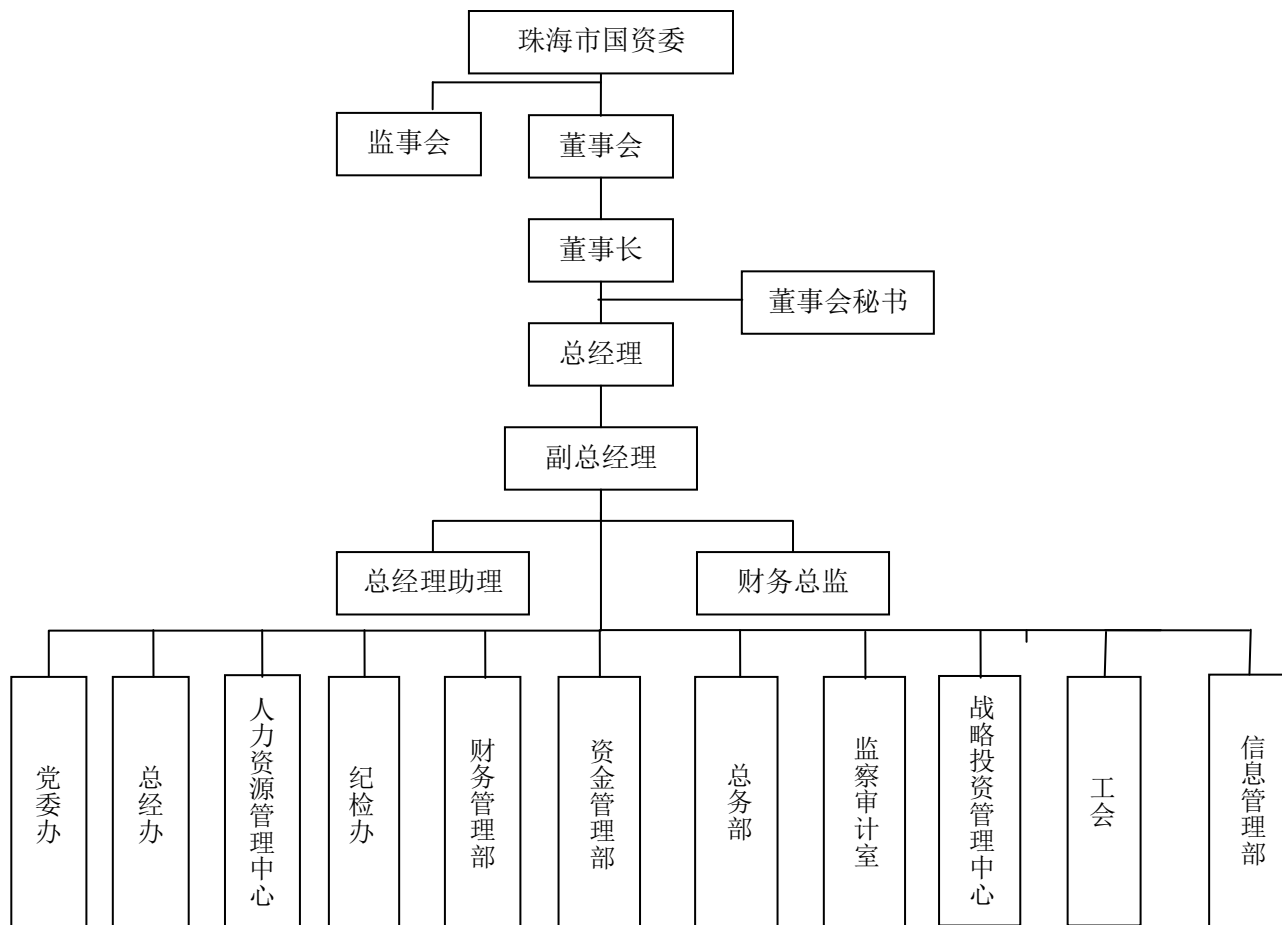
数据来源：根据审计报告整理

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一般。

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/PR华发集”和“13华发集团债/PR华发债”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构及组织结构图



附件 2 华发集团主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	125.19	142.85	195.50
资产总额(亿元)	783.74	1226.95	1575.05
所有者权益(亿元)	265.18	299.61	376.82
短期债务(亿元)	149.27	315.49	310.03
长期债务(亿元)	226.18	387.80	643.81
全部债务(亿元)	375.45	703.28	953.84
营业收入(亿元)	110.88	172.43	211.03
利润总额(亿元)	10.21	13.74	15.42
EBITDA(亿元)	16.35	30.19	39.87
经营性净现金流(亿元)	3.95	0.16	10.44
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.91	6.48	6.78
存货周转次数(次)	0.20	0.21	0.19
总资产周转次数(次)	0.17	0.17	0.15
现金收入比(%)	99.34	103.08	107.39
营业利润率(%)	19.89	19.95	19.46
总资本收益率(%)	1.76	2.25	2.28
净资产收益率(%)	2.14	2.59	2.17
长期债务资本化比率(%)	46.03	56.41	64.86
全部债务资本化比率(%)	58.61	70.13	73.22
资产负债率(%)	66.17	75.58	76.08
流动比率(%)	249.11	189.80	223.18
速动比率(%)	78.34	56.39	57.90
经营现金流动负债比(%)	1.37	0.03	1.82
全部债务/EBITDA(倍)	22.96	23.29	23.92

注：下属公司发行的资产支持证券、永续中期票据已计入长期债务核算，超短期融资券已计入短期债务核算。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+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+一年内到期的非流动负债+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。