

# 跟踪评级公告

联合[2017] 658号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将珠海华发集团有限公司主体长期信用等级由AA<sup>+</sup>上调至AAA，评级展望为稳定，并将“12华发集团债/PR华发集”、“13华发集团债/PR华发债”的信用等级由AA<sup>+</sup>上调至AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一七年五月十七日



---

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：AAA 评级展望：稳定  
上次评级结果：AA<sup>+</sup> 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 <sup>1</sup>	2012/02/16~2018/02/16	AAA	AA <sup>+</sup>
13 华发集团债/PR 华发债	8 亿元 <sup>2</sup>	2013/06/05~2019/06/05	AAA	AA <sup>+</sup>

跟踪评级时间：2017 年 5 月 17 日

### 财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	142.85	192.72	329.85
资产总额(亿元)	1226.95	1575.05	1891.63
所有者权益(亿元)	299.61	376.82	464.05
调整后短期债务(亿元)	316.41	310.03	312.28
调整后长期债务(亿元)	387.80	615.81	632.12
调整后全部债务(亿元)	704.20	925.84	944.40
营业收入(亿元)	172.43	211.03	321.37
利润总额(亿元)	13.74	15.42	30.98
EBITDA(亿元)	30.19	40.21	54.43
经营性净现金流(亿元)	0.16	10.44	185.88
营业利润率(%)	19.95	19.46	17.56
净资产收益率(%)	2.59	2.17	4.47
资产负债率(%)	75.58	76.08	75.47
调整后全部债务资本化比率(%)	70.13	71.07	67.05
流动比率(%)	189.80	223.18	199.56
调整后全部债务/EBITDA(倍)	23.32	23.03	17.35
经营现金流动负债比(%)	0.03	1.82	23.84

注：1、调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中的超短期融资券+应付债券中一年内到期部分；2、调整后长期债务=长期债务+长期应付款-应付债券中一年内到期部分。

### 分析师

赵传第 许狄龙

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

<sup>1</sup>截至本报告出具日，“12 华发集团债/PR 华发集”已兑付本金 18.75 亿元，当前余额 6.25 亿元。

<sup>2</sup>截至本报告出具日，“13 华发集团债/PR 华发债”已兑付支持 2.00 亿元，当前余额 6 亿元。

### 评级观点

珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”或“公司”）作为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为四大核心业务，商贸服务、文体教育及现代服务等多种产业并举发展的综合性企业集团，在经营规模、品牌影响力、多元化发展等方面具备显著优势。跟踪期内，公司资产和所有者权益规模持续增长，收入及利润水平迅速提升，债务负担有所下降，经营性现金流明显改善。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司房地产及土地一级开发业务易受宏观调控影响、大宗商品贸易板块利润水平低、债务规模仍然较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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

综合考虑，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA<sup>+</sup> 上调至 AAA，评级展望为稳定，并将“12 华发集团债/PR 华发集”、“13 华发集团债/PR 华发债”的信用等级由 AA<sup>+</sup> 上调至 AAA。

### 优势

- 跟踪期内，珠海市整体经济和财政实力不断增强，同时，受益于多重政策支持利好，公司面临良好的外部发展环境。
- 公司是珠海市 16 家市属国企中的龙头企业，为竞争型商业类企业，其城市运营、房产开发、金融产业和产业投资等核心业务稳居珠海市第一位；同时，公司积极

开拓全国及海外市场，境内外跨区域经营协同发展。

3. 跟踪期内，受益于房地产、大宗商品贸易及土地一级开发收入的增加，公司营业收入同比大幅增长，金融业务收入及投资收益对公司利润形成了良好补充，盈利能力持续增强。
4. 公司资产和所有者权益规模持续增长，经营性净现金流明显改善。
5. 跟踪期内，公司经营活动现金流和EBITDA对存续期内债券的保障能力强，债券到期不能偿还的风险极低。

#### 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. 受行业特征和业务模式影响，公司大宗商品贸易板块利润水平低。
3. 公司业务规模不断扩张，有息债务规模仍然较大。

## 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。

## 珠海华发集团有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于珠海华发集团有限公司主体长期信用及“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”）成立至今已有30多年历史，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。2016年，公司将资本公积1.20亿元转增实收资本<sup>3</sup>，截至2016年底，华发集团注册资本为人民币11.20亿元，珠海市国资委为公司唯一股东及实际控制人。

“十二五”期间，华发集团积极实施“转型升级、创新驱动、跨越发展”战略，实现了由产业单一的区域型房地产企业向全国知名的城市、金融、产业综合投资运营企业集团的转型，整体实力和规模大幅提升，2016年进入中国企业500强。华发集团目前初步形成了以城市运营、房地产开发业务为两大核心支撑业务，以金融产业、产业投资为两大核心突破业务，以商业贸易、文教创意、现代服务等作为核心业务的延伸和配套的“4+1”多元化发展格局。

公司经营范围：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 2016 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、纪检办等职能部门。截至 2016 年底，华发集团合并范围拥有子公司 248 家；控股上市子公司 3 家—珠海华发实业股份有限公司（股票代码：SH.600325，以下简称“华发股份”，2016 年底公司持股比例 28.67%）、卓智控股有限公司（股票代码：HK.0982，2016 年底公司持股比例 40.33%）和珠海华金资本股份有限公司（原力合股份有限公司，股票代码：SZ.000532，2016 年底公司持股比例 28.46%，控股不合并）。

截至2016年底，华发集团合并资产总额1891.63亿元，所有者权益464.05亿元（含少数股东权益222.62亿元）。2016年公司实现营业收入321.37亿元，利润总额30.98亿元。

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、存续期债券及资金使用情况

“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 亿元用于补充公司运营资金。截至本报告出具日，“12 华发集团债/PR 华发集”募集资金已全部使用完毕并均用于指定用途。跟踪期内，公司已于 2017 年 2 月 16 日支付上一个计息年度利息并兑付 25%的本金。截至本报告出具日，“12 华发集团债/PR 华发集”待偿还本金 6.25 亿元，将于 2018 年 2 月到期全部兑付。

“13 华发集团债/PR 华发债”募集资金 8 亿元，其中 5 亿元用于唐家人才公寓建设项目，

<sup>3</sup>上述出资事项已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）出具利安达验资【2016】京 A2042 号验资报告审验。

其余 3 亿元用于华发沁园公租房项目；债券期限为 6 年，募投资金均已按约定使用完毕。截至本报告出具日，“13 华发集团债/PR 华发债”待偿还本金 6.00 亿元。

#### 四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡

献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效

益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

## 五、行业分析和区域环境

### 1. 土地一级开发行业

土地一级开发，是指由政府或其授权委托的企业，对一定区域范围内的城市国有土地（毛地）或乡村集体土地（生地）进行统一的征地、拆迁、安置、补偿，并进行适当的市政配套设施建设，以达到“三通一平”、“五通一平”或“七通一平”的建设条件（熟地），再对熟地进行有偿出让或转让的过程。一般来讲，土地一级开发的流程可分为：土地一级开发计划（包括调研、规划意见以及城市规划和

土地控制性规划的落实）—征地拆迁（主要涉及征拆方案协商、拆迁推进、拆迁补偿等）—土地平整—土地验收—土储中心收回土地—上市“招拍挂”（根据当年土地出让指标）—出让土地及土地出让金的回收。

在土地一级开发业务的流程中，征地拆迁、土地平整环节需要大量的资金投入，因此政府需要筹集资金或借助有融资能力的企业进行。目前中国土地一级开发主要有以下几种典型模式：

模式一：一二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式之前比较普遍，但长远来看，发展空间越来越窄。

模式二：完全政府控制模式。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及市场供应，形成了“统一规划、统一征地、统一开发、统一出让、统一管理”的“五统一”格局。

模式三：政府和法定机构协作模式。由政府相关部门和政府投资成立的开发企业完全垄断土地一级开发，从而达到调控土地市场、配置土地资源、实现土地增值归国家所有的目的。

模式四：政府主导、市场化运作模式。政府“抓两头”，即控制土地储备计划和供应计划；“放中间”，即充分利用社会力量实施土地一级开发。

根据国土部 2010 年 9 月 10 日发文明确要求，在 2011 年 3 月底前，土地储备机构必须与其下属和挂靠的从事土地开发相关业务机构彻底脱钩，各地国土资源部门及所属企事业单位都不得直接从事土地一级市场开发。

2016 年 2 月，国土资源部、财政部、人民银行、银监会四部委联合发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综【2016】4 号），提出：土地储备承担的依法取得土地、进行前期开发、储存以备供应土地等工作只能由纳入名录管理的土地储备机构承

担；自 2016 年 1 月 1 日起，各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款，土地储备机构新增土地储备项目所需资金，应当严格按照规定纳入政府性基金预算，从国有土地收益基金、土地出让收入和其他财政资金中统筹安排，不足部分在国家核定的债务限额内通过省级政府代发地方政府债券筹集资金解决；土地储备机构应当积极探索通过政府采购实施储备土地的前期开发，包括与储备宗地相关的道路、供水、供电、供气、排水、通讯、照明、绿化、土地平整等基础设施建设。地方财政部门、国土资源主管部门应当会同辖区内土地储备机构制定项目管理办法，并向社会公布项目实施内容、承接主体或供应商条件、绩效评价标准、最终结果、取得成效等相关信息，严禁层层转包。项目承接主体或供应商应当严格履行合同义务，按合同约定数额获取报酬，不得与土地使用权出让收入挂钩，也不得以项目所涉及的土地名义融资或者变相融资。

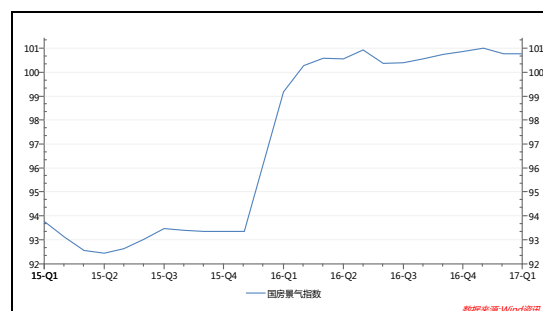
财综【2016】4 号文进一步规范了土地储备责任主体、筹资方式，并提出了推动土地收储政府采购工作的业务模式。未来，一方面，由政府主导的市场化运作模式在保证政府主导土地一级开发的基础上能有效利用市场资源，减轻政府开发资金压力，将是中国土地一级开发的主要发展趋势；另一方面，也需同时注意到，土地一级开发是资金密集型行业，融资能力是制约土地一级开发的关键要素，且土地出让受区域土地及房地产市场行情、开发计划等因素影响大，整治和出让存在时间差，当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时转让不出去时，将对开发企业带来较大的周转、付息压力。总的来说，土地一级开发具有一定的区域型，且资本实力相对雄厚、资质和管理经验相对完善、资金获取能力强、融资渠道宽的企业具有一定的竞争优势。

## 2. 房地产开发行业

### 行业概况

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1 2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind 资讯

2016 年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长 6.90%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

房地产销售方面，2016 年销售增速呈现先升后降的态势。2016 年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016 年 10 月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016 年全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.41%，共实现销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2016 年百城住宅价格累计上涨 18.71%，较 2015 年全年扩大 14.56 个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12 月百城均价环比涨幅分别收窄 1.18 个、0.13 个和 0.21 个百分点。

分类来看，与 2015 年全年相比，2016 年一线城市商品房销售面积与 2015 年基本持平，但



价格涨幅持续扩大，代表城市1-11月房价累计涨幅达22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市1-11月房价累计涨幅13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市2016年1~11月房价累计增长10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

### 土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中房地产贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）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3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

### 政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购1套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低30%，有房二套贷款首付比例不低于70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间800公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成2016年137公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、

天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有18个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

#### 行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加

速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅波动，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

#### 3. 金融控股行业

随着金融改革的不断深化，金融混业经营趋势也越来越明晰。随着客户对金融企业提供服务要求更加多元化及深入，加之监管层对业务创新的鼓励，单一业务的聚集效应在减弱，全产业链的金融模式应运而生，金融控股将成为金融领域的重要趋势之一。从国外的经验来看，金融市场一体化进程的加快和综合监管下催生的大型金控平台在提供全方位服务方面的优势更为明显，发展前景广阔。

目前我国监管模式正从多边监管（分业监管）向综合监管模式渐进过渡，金控模式中多牌照金融资源由平台集中掌控，符合全能监管思路。此外，金控平台拥有丰富的金融资源，

通过统筹银行贷款、信托计划、资管计划、保险产品以及政府产业引导基金、私募股权基金、互联网金融产品等多种形式，多方募集社会资金，投入支持实体经济，将资金与当地优质资产和项目实现对接，有效促进地方经济转型升级创新发展。同时，业务合作渠道多元及信息资源及时共享将大大降低业务板块之间在交易中产生的搜寻和谈判成本。金控平台通过整合资源、客户技术和渠道，打造环环相扣的资源协同生态圈，为客户提供全方位的金融服务，提高集团运作的整体效率和竞争力。综合考虑宏观经济结构调整、社会金融服务需求多元化以及金融业的盈利能力，金控模式乃大势所趋。

事实上，我国金控平台模式已初具雏形，目前主要有四种模式：①非银金融控股的金融集团：如中信集团、光大集团和平安集团等，牌照基本齐全，且主业为金融，未来综合优势将逐步体现。另外还有保险系、券商基金和创投系，牌照数量相对较少但横向拓展的空间大。②银行系金控平台：如中银国际、建银投资、四大资管公司等，尽管目前牌照尚不完备，但银行系依托其渠道、客户资源优势，实力不可忽视；③产业资本控股的金控平台：如招商局集团、中航资本、海航、泛海等，其主业为非金融产业，但金融牌照已逐步收集齐全；④地方政府组建的国有资产投资平台，如武汉金控集团、浙江金控集团、重庆渝富集团等。一般以“地方财政+金融资本”形式出现，对分散的地方财政性金融资源进行整合，吸引各类金融要素资源区域化聚集。

目前，金控平台主要业务运营方式为集团控股、辖属金融公司专业经营。按业务类型划分涉及证券、保险、银行、信托、期货、小额贷款、融资租赁、基金等多种细分行业。一方面，各项业务之间因规模经济而产生协同效应，促进彼此业务发展，分散经营风险，提升集团整体利润水平。另一方面，由于金控集团旗下管控多种类型的金融机构，集中管控难度

远高于单一机构。通过近年来的实践，中国金控集团逐步建立了以内控为核心，以稽核为抓手的风险管理体系，具备了一套较为完备的制度体系和管控流程，形成了集风险、审计、监察等三位一体的监控体系。尽管如此，不断深化的金融改革和混业经营对风险管理提出了更高的要求，相比之下中国金控集团风险管理的总体水平还处于初级阶段，风险管理的全面性和有效性还有待进一步提高。

总体看，金控控股平台在面对广阔发展空间的同时，也面临监管趋严、资源整合管控、金融行业风险传导性强等风险，对各金控平台业务、人才、风控等方面提出了更高的要求。未来一段时间，金控平台将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，资本实力、管理水平、创新及风控能力、人才储备等因素是影响金控企业市场竞争力的主要因素。

#### 4. 珠海市区域环境

##### 区域经济及财政实力

根据《2016年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2016年，珠海市实现地区生产总值（GDP）2226.37亿元，同比增长8.5%，GDP增速略有下降（下降1.5个百分点），但高于全国平均水平，GDP总额居广东省第10位。分产业看，第一产业增加值48.21亿元，增长1.4%，对GDP增长的贡献率为0.4%；第二产业增加值1059.77亿元，增长5.8%，对GDP增长的贡献率为33.6%；第三产业增加值1118.39亿元，增长11.7%，对GDP增长的贡献率为66.0%。三次产业的比例由上年的2.3：49.7：48.0调整为2.2：47.6：50.2，受房地产、金融等快速发展影响，第三产业比重持续上升且首次超过第二产业成为珠海市国民经济支柱产业。2016年，珠海市人均GDP达13.45万元，按平均汇率折算为2.02万美元。

财政收支方面，2016年，珠海市实现一般公共预算收入292.37亿元，比上年增长12.4%（可比口径，下同）；其中税收收入231.90亿

元（占比 79.32%），增长 15.6%，税收收入以增值税、企业所得税等为主，一般公共预算收入质量好。2016 年，珠海市一般公共预算支出 417.16 亿元，增长 7.2%；教育、科学技术、文化体育和传媒、医疗卫生、社会保障和就业、节能环保、城乡社区事务、农林水事务、住房保障等九项民生支出合共 284.04 亿元，同比增长 26.2%，占全市公共财政预算支出的 68.1%。

2016 年，珠海市全年完成固定资产投资 1389.75 亿元，比上年增长 6.5%，增速较上年下降 8.5 个百分点。其中，房地产开发投资 641.03 亿元，同比增长 22.3%；制造业投资 241.28 亿元，同比增长 10.2%；交通运输、仓储和邮政业投资 123.21 亿元，同比下降 40.1%，水利、环境和公共设施管理业投资 112.29 亿元，同比下降 33.2%。

#### 土地市场

根据 Wind 资讯数据：2016 年珠海市成功出让 85 宗土地，合计面积 502.40 万平方米，土地成交宗数较 2015 年增加 1 宗，成交面积同比增长 58.82%。全年土地出让金额 221.84 亿元，较 2015 年增加约 29.69 亿元，同比增长 15.45%；全年成交住宅类用地 11 宗，成交面积 41.72 万平方米，成交金额 129.48 亿元，单位土地成交价格同比增长 184.69%。

土地市场量价提升带动珠海市基金预算收入快速增长。根据《珠海市 2016 年预算执行情况和 2017 年预算草案的报告》，2016 年，珠海市实现政府性基金预算收入 333.29 亿元（其中，国有土地使用权出让收入 321 亿元），同比增长 73.40%；完成政府性基金预算支出 328.52 亿元（其中：国有土地使用权出让收入安排的支出 314.46 亿元），同比增长 64.8%。

#### 房地产市场

2016 年，受商品住宅投资规模持续扩大影响，珠海市房地产投资总额快速增长。分类型看，以商品住宅投资为主（占比 70.12%），办公楼投资（占比 7.90%）扭转上年下降趋势、同比有所增长，商业营业用房投资（占比

9.53%）保持高速增长态势。2016 年，珠海市新开工面积、施工面积及竣工面积指标同比均有不同程度增长，受同期销售面积大幅增长影响，商品房待售面积延续上年下降趋势，去库存效果明显。

表 1 近两年珠海市主要房地产开发和销售指标  
(单位：亿元、万平方米、%)

项目	2015 年	2016 年	同比 变化率
房地产开发投资	524.12	641.03	22.3
其中：商品房住宅投资	385.37	449.50	16.6
办公楼投资	41.20	50.62	22.9
商业营业用房投资	47.88	61.12	27.7
商品房施工面积	2245.42	2643.88	17.7
其中：住宅	1469.21	1725.35	17.4
商品房新开工面积	425.75	676.94	59.0
其中：住宅	264.89	455.33	71.9
商品房竣工面积	196.39	360.93	83.8
其中：住宅	156.79	309.50	97.4
商品房销售面积	417.69	653.15	56.4
其中：住宅	385.80	596.61	54.6
商品房待售面积	173.85	159.37	-8.3
其中：住宅	98.44	72.70	-26.1
本年购置土地面积	41.93	118.24	182.0
土地购置费	154.14	183.51	19.1

资料来源：根据公开资料整理

分时间节点看，2016 年上半年，房地产政策呈现宽松趋势，市场刚性需求和改善性需求不断得到释放，推动珠海房地产销售面积和销售额持续上升。2016 年下半年，随着珠海市“10·6”新政的实施，珠海房地产成交量趋于平稳，房地产市场进入平稳发展周期。

#### 未来发展

《广东省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确提出了珠海市的定位为珠江西岸核心城市，要求进一步强化珠海作为珠江西岸核心城市的辐射、服务功能。随着粤港澳大湾区发展正式列入国家经济发展战略、港珠澳大桥的贯通及横琴自由贸易区政策优势的显现，珠海作为陆域交通与港澳唯一连接的城市，再次迎来重大发展机遇，将在粤港澳的

深度合作中扮演更为重要的角色，对外开放也将迎来新高度。

整体看，跟踪期内，珠海市经济水平和财政实力持续增强，土地成交数量和成交价格较2015年均有一定程度的增长，房地产市场整体呈平稳较快发展趋势，为公司经营提供了良好的外部环境。未来，受益于多重政策支持利好，公司发展空间将更加广阔。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权结构

截至2016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. 企业规模及竞争力

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一，2016年，根据《珠海市人民政府国有企业功能界定与分类管理实施意见》，华发集团与子公司珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”，为华发集团控股子公司及珠海市国资委直管企业）被认定为竞争型商业类企业<sup>4</sup>。

目前珠海市由国资委履行出资人职责的市属企业16家。公司同格力集团是16家市属国企中的龙头企业，但各自业务范围不同，格力集团主要涉足高端制造业，公司主要从事城市运营和生产性服务业。华发集团总资产规模占珠海市国有企业总资产的比例约35%，其城市运营、房地产开发、金融产业和产业投资等核心业务板块居珠海市第一。

华发集团下设珠海华发综合发展有限公司（以下简称“华发综合发展”）作为二级集团，涵盖城市运营板块以及两个配套服务板块（商贸服务及现代服务）。其中，城市运营板块主要的运营实体为华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城运”），主要业务覆盖

片区一级开发、公建项目、城市更新项目、保障房建设、市政及房建代建项目、生态及智慧城市、运营管理。自2009年正式成立以来，开创了“产城一体、产融结合、政府主导、企业运作”全国领先的创新开发模式，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，珠海市内土地一级开发项目总占地面积达300平方公里，约占珠海土地一级开发总面积的80%，占珠海总陆域面积的20%。2016年，华发集团城市运营板块的土地开发分成收入43.09亿元，占珠海市属国企土地开发分成收入的95%以上。

华发股份作为华发集团房地产业务经营主体及A股上市公司，拥有房地产一级开发资质，经过30多年的发展，在稳固珠海地区房地产开发龙头企业的同时，积极拓展全国市场，目前业务范围已涵盖珠海、上海、广州、武汉、苏州、南宁等11个城市。2016年，华发股份实现销售金额357.25亿元，在2015年进入全国房企销售八十强的基础上，进一步提升至全国房企销售四十强，行业地位显著提升。房地产板块2016年销售面积、销售金额占珠海市比重均超过15%，属于珠海市地产的传统龙头企业。

华发集团金融产业板块的主要运营主体为珠海金控，于2012年7月底成立，目前注册资本为68.45亿元，是一家业务范围涵盖多个金融领域的综合性金融控股公司。珠海金控是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，为全国地市级中少数有全牌照的金融投资控股企业之一；目前珠海金控控制的金融资产规模超过300亿元，占珠海市属国企金融资产规模的88%。

政府支持方面，跟踪期内，公司获得珠海市国资委增资款18800万元，计入“资本公积”；此外，公司将之前年度珠海市国资委投资款转增实收资本11978.97万元，资本实力进一步增强。

<sup>4</sup> 根据珠海市国资委文件，竞争型商业类国有企业指经营以市场为导向，主业处于一般竞争领域的企业。以国有资本保值增值和经济效益最大化为主要目标，兼顾社会效益，其生存和发展完全取决于市场竞争。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司的管理体制无重大变化。2016年3月，根据珠华集人任【2016】6号文，免去孙向民同志华发集团副总经理职务；2016年5月，根据珠华集人任【2016】13号文，免去刘亚非同志华发集团董事、副董事长、副总经理职务；2016年6月，根据珠企干【2016】30号文，经珠海市国资委研究决定委派丁艳同志担任华发集团监事、监事会主席，免去黎明同志华发集团监事会主席、监事职务；2016年10月，根据珠企干【2016】67号文，经珠海市国资委研究决定委派谢伟同志为华发集团董事、副董事长；2016年11月，根据珠华集人任【2016】28号文，免去郭凌勇同志华发集团副总经理职务；2016年12月，根据珠企干【2016】79号文，珠海市国资委同意聘任姜虹、范燕鸿、杨霏同志为职工监事。上述公司

董事、监事及高级管理人员变动系正常人事变更，对公司生产经营无重大影响。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

华发集团经过30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+1”业务格局。跟踪期内，受房地产和大宗商品批发业务收入大幅增加带动，公司实现营业收入321.37亿元，同比增幅52.29%。同期，受毛利率水平较低的大宗商品批发业务收入占比上升、土地一级开发业务毛利率水平同比下降影响，公司综合毛利率同比下降2.20个百分点至22.25%。

表2 2014~2016年公司营业收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2014年			2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、主营业务收入	169.15	98.10	27.76	206.10	97.67	24.88	312.87	97.35	22.39
房地产业销售	68.40	39.67	35.93	78.37	37.14	30.31	125.51	39.05	33.28
土地一级开发	31.43	18.23	53.53	39.04	18.50	48.99	43.09	13.41	45.47
金融类业务	3.68	2.14	99.47	7.29	3.45	99.95	7.34	2.28	99.91
大宗商品批发	58.18	33.74	1.38	71.73	33.99	0.97	123.51	38.43	0.45
汽车销售	3.05	1.77	7.94	2.26	1.07	7.87	3.34	1.04	6.98
物业服务	2.15	1.24	0.75	2.44	1.16	14.25	2.91	0.91	18.70
其他主营业务	2.26	1.31	36.93	4.97	2.36	-2.21	7.18	2.23	0.53
二、其他业务收入	3.28	1.90	-18.86	4.93	2.33	6.39	8.50	2.65	17.14
<b>合计</b>	<b>172.43</b>	<b>100.00</b>	<b>26.87</b>	<b>211.03</b>	<b>100.00</b>	<b>24.45</b>	<b>321.37</b>	<b>100.00</b>	<b>22.25</b>

资料来源：公司审计报告、公司提供

注：1、金融类业务收入主要包括：利息净收入、顾问咨询费、手续费及佣金收入、担保业务收入等；2、其他主营业务收入包括印刷业务收入等；3、其他业务收入包括包括租赁收入、服务费收入、广告收入、停车费收入等。

分板块看，跟踪期内公司各主要业务板块收入规模同比均有不同程度的增长。2016年，受交付房屋结转的销售收入增加影响，公司实现房地产销售收入125.51亿元，同比增长60.15%，占营业收入比重上升至39.05%；同时，受益于珠海地区项目销售价格的上涨，房地产业务毛利率同比上升2.97个百分点至

33.28%。2016年，公司实现土地一级开发收入43.09亿元，同比增长10.38%，毛利率水平同比下降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、房产开发作为公司传统核心产业，是公司利润的主要来源及可持续发展的主要支撑，收入占比和毛利率仍处于较高水平。大宗商品批发业务是仅

次于房地产板块公司第二大收入来源，受限于行业特征和盈利模式，利润率水平低、盈利能力弱。2016年，公司实现大宗商品批发业务收入123.51亿元，同比增长72.18%，在营业收入中占比提升至38.43%，跟踪期内公司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、公司控制贸易风险调整产品种类所致。近两年，作为公司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，跟踪期内业务规模不断扩大，收入水平同比均有不同程度提高，同时，金融板块各业务毛利率水平很高，是公司利润的重要补充。汽车销售、物业服务等配套板块在公司持续的培育下保持收入增长趋势，但对收入和利润贡献小。

## 2. 房地产开发

跟踪期内，华发集团房产开发业务仍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2016年底，华发集团对其持股比例为28.67%（直接持有24.35%，通过下属子公司持有4.32%）。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。

2016年，华发股份实现营业收入132.99亿元，同比增长60.07%；其中房地产销售收入125.40亿元，同比增长60.23%。分区域看，2016年华发股份房地产销售收入中珠海地区占比74.93%，两广地区（主要为南宁）占比13.77%，辽宁地区（沈阳、大连、盘锦）占比9.11%，内蒙古地区（包头）占比2.19%。毛利率方面，2016年华发股份房地产板块毛利率为33.29%，较上年增加3.04个百分点，主要系珠海地区毛利率水平（2016年为43.12%）上升所致；两广地区毛利率为-1.57%，同比下降16.81个百分点，主要系阶段性采取价格促销策略所致。与此同时，辽宁地区、内蒙古地区毛利率同比均有不同程度下滑，主要系尾盘销售所致。

华发股份经营模式以自主开发销售为主，并逐步开展合作开发等多种经营模式，主要开发产品为住宅、车库及商铺，住宅项目占比高。区域布局方面，跟踪期内，华发股份继续推进“珠海为战略大本营，广州、上海、武汉等一、二线核心城市重点突破”的战略部署。在继续保持珠海市场上龙头地位的基础上，进一步加大对上海、广州、武汉等城市的布局力度，同时对其他选定的重点城市持续关注并择机进入。目前华发股份项目主要分布在珠海、上海、广州、武汉、南宁、中山、威海、沈阳、包头、大连。

受益于近年来项目储备的增加，华发股份2016年项目开发步伐不断加快，当期新开工面积达235.42万平方米（主要集中在中山、珠海、广州、武汉等），同比增长7.15%，连同已动工项目的分期开发，截至2016年底在建面积合计567.31万平方米（同比增长25.64%），分属于43个项目，年内竣工面积133.56万平方米。

2016年，华发股份开发投资项目总建筑面积736.64万平方米，涉及9个城市，其中珠海占比41.15%，中山占比12.81%，武汉占比12.12%，广州占比8.17%，南宁占比7.63%，上海占比7.10%，其他为威海、苏州和大连（合计占比11.02%）。

表3 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	2016年
新开工面积	149.38	219.72	235.42
竣工面积	68.68	106.05	133.56
期末在建面积	286.00	451.53	567.31
合同销售面积	84.07	79.77	167.68
合同销售金额	80.35	133.00	357.25
合同销售均价	0.96	1.67	2.13

资料来源：公司提供

销售方面，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%；实现签约销售金额为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，公司 2016 年销售均价大幅增长至 2.13 万元/平方米。公司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；其中珠海大区（珠海、中山）实现销售金额 233.53 亿元，上海大区实现销售 66.44 亿元，广州大区实现销售 36.48 亿元。

土地储备方面，2016 年，华发股份通过合作开发和公开竞买土地等方式新增房地产项目建筑面积合计 69.81 万平方米，其中，直接以公开竞买方式获得的土地投资总价约 25.66 亿元，主要分布于珠海、苏州、威海等。此外，公司通过一级土地开发模式进入北京市场（朝阳区将台乡铁路大环内一级开发项目），同时本年开拓海外市场至美国旧金山。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，部分项目采取合作开发、项目并购、城市更新等多种投资方式，进一步拓宽投资渠道，在一定程度上降低了公司购地资金支出的压力和风险。截至 2016 年底，华发股份土地储备（不含北京）面积约 365.73 万平方米，规划计容建筑面积合计 790.19 万平方米，项目储备充足。以土地面积算，截至 2016 年底，前五大城市（盘锦、珠海、威海、中山、沈阳）占地面积（共计 300.52 万平方米）占总土地储备面积 82.17%，集中度高。以土地投资成本测算，珠海地区占土地总投资金额比例为 26.88%、一二线核心城市占土地总投资金额比例为 53.89%。2016 年底，华发股份“存货—开发成本”中在建项目概算总投资约 1698.75 亿元，截至 2016 年底已投资约 739.16 亿元。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为未来销售提供支撑，另一方面带来一定的资金压力。

总体看，跟踪期内，公司房地产板块投资及销售情况同比均有不同程度增长，较大规模的预收账款及项目储备为公司未来收入提供有力保障。公司在建项目主要集中在珠海、武汉、广州、上海等一二线核心城市，项目储备

主要集中在珠海和中山、部分项目位于东北地区，在建及储备项目主要为 2016 年前取得的土地，增值收益明显。同时，联合资信注意到，公司未来销售情况易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响，收入及利润实现或将有所波动。

### 3. 城市运营

华发集团城市运营板块主要由华发综合发展下属子公司华发城运负责，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。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、招商及资产运营管理等职能，区域公司负责管理片区内项目建设。

公司经政府授权自筹资金从事片区土地一级开发、基础设施建设、市政设施及保障房等的建设工作，同时，利用土地储备开发商业类地产项目。公司城市运营板块的收入来源包括三部分：①土地一级开发收益分成；②经营性项目经营收益（租金、酒店收入等）；③土地储备未来转让收入。经营性项目收益回收周期较长，公司主要通过土地出让收入分成及土地转让收入来实现资金平衡。

#### 土地一级开发

目前，公司开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目、富山产业新城项目等。

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，商业和住宅用地拨付 35%，办公、会展、酒店和其他用地拨付 55%。

珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金公司”）具体负责对珠海市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市金湾区人民政府签订的《珠海市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。

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 25% 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% 后，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。

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（以下简称“项目一”，开发面积 2.5 平方公里）和起步区以外的市政基础设施项目（以下简称“项目二”）。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》，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：以项目一、项目二的开发建设总成本扣除资金成本为基数计提 10% 作为固定投资补偿。投资增值收益：项目一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公司项目一开发建设总成本及固定投资补偿，余额部分即为投资增值收益。投资增值收益双方按 60%：40% 的比例进行分配。

2016 年，公司实现土地一级开发收入 43.09 亿元，同比增长 10.38%；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等。其他一级土地开发项目尚处于开发建设期，尚未产生收入。

表 4 近两年公司土地出让情况（单位：宗、万平方米、亿元）

项目	十字门中央商务区		金湾航空新城		保税区二期		高新区北围	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
土地出让数量	5	2	2	7	--	5	2	5
出让建筑面积	63.34	16.88	40.25	70.45	--	10.34	21.70	39.47
分成收入	22.46	6.71	15.72	15.59	--	1.78	0.87	19.07

结转开发成本	5.58	1.72	13.47	13.46	--	1.83	0.87	14.24
开发收益	16.88	4.99	2.25	2.13	--	-0.05	0.00	4.83
毛利率	75.16%	74.37%	14.31%	13.66%	--	-2.81%	0.00%	25.33%

资料来源：公司提供

目前公司主要在建土地一级开发项目如下表所示。概算总投资 309 亿元，截至 2016 年底已投资 110.21 亿元，累计获得土地出让收

入 146.56 亿元。2017~2019 年，公司土地一级开发业务预计分别投资 17.54 亿元、36.24 亿元和 44.52 亿元。

表 5 公司主要在建土地一级开发项目情况（单位：平方公里、亿元）

项目	开发面积	计划总投资	截至 2016 年底已投资	未来投资计划		
				2017 年	2018 年	2019 年
十字门中央商务区片区开发项目	5.77	84.00	61.12	5.28	2.43	13.87
金湾航空新城片区开发项目	3.80	35.00	22.47	2.48	5.00	5.00
保税区二期片区开发项目	2.30	20.00	7.86	3.47	5.14	1.49
高新区北围片区开发项目	8.60	140.00	16.79	3.37	15.82	15.54
富山产业新城（起步区）片区开发项目	2.50	30.00	1.97	2.94	7.85	8.62
<b>合计</b>	<b>22.97</b>	<b>309.00</b>	<b>110.21</b>	<b>17.54</b>	<b>36.24</b>	<b>44.52</b>

资料来源：公司提供

表 6 公司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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	64.48	19.34	90.04	33.20	23.96	8.63	43.59	16.74	--	--
金湾航空新城片区开发项目	58.55	17.50	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	41.53	8.96	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	12.27	13.40	9.96	6.02	29.56	10.45	19.97	12.59	43.19	15.89
富山产业新城（起步区）片区开发项目	--	--	--	--	55.60	16.24	53.77	15.95	41.96	13.61
<b>合计</b>	<b>176.83</b>	<b>59.20</b>	<b>192.93</b>	<b>61.44</b>	<b>228.92</b>	<b>57.07</b>	<b>207.76</b>	<b>64.64</b>	<b>156.38</b>	<b>43.62</b>

资料来源：公司提供

根据公司提供的预测，2017~2021 年，十字门中央商务区等五个项目合计出让土地面积 962.82 万平方米，预计可获得土地出让收入分成 285.97 亿元，可覆盖公司未来投入。但联合资信同时注意到，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，公司土地出让分成返还的实际金额与预测金额可能出现一定的差异，项目后期持续投入资金来源的稳定性有一定的风险。

### 经营性项目

公司自营项目主要包括会展商务组团、横琴国际金融中心大厦、横琴金融产业基地及横琴创意谷项目，建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO 办公、商务公寓等。公司利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出租、出售或运营，未来经营性收入来平衡资金投入。

表 7 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 2016 年底已投资	计划投资额			
					2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
会展商务组团 (一期)	16.50	32.00	90.00	85.60	4.40	--	--	--
横琴国际金融大厦	1.84	16.42	40.00	12.43	5.25	11.00	11.32	--
横琴金融产业基地	20.00	8.80	8.00	7.14	0.22	0.64	--	--
横琴创意谷	12.00	11.52	10.00	9.18	0.82	--	--	--
会展商务组团 (二期)	5.20	27.30	43.50	3.63	0.60	7.00	15.00	15.00
<b>合计</b>	<b>55.54</b>	<b>96.04</b>	<b>191.50</b>	<b>117.98</b>	<b>11.29</b>	<b>18.64</b>	<b>26.32</b>	<b>15.00</b>

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、绸带商业 AB 区已完成主体工程建设, 于 2015 年年底投入运营, 330 米高的标志性塔楼 (上部为瑞吉酒店、下部为甲级写字楼) 预计于 2017 年底建成并投入运营。

会展商务组团 (二期) 项目总建筑面积约 27.3 万平方米, 其中地上 17.9 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, 预计 2020 年建成, 目前正进行基坑及土方工程, 2019 年开始将逐步产生收益。

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。项目用地是公司通过招拍挂的方式于 2009 年 11 月取得, 于 2013 年 8 月 28 日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, 是珠海落实横琴开发国际战略的重要战略举措, 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, 金融街一期、二期已完工运营, 金融街三期已基本完工。

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。横琴创意谷项目已完工。

#### 土地储备

除一级土地开发外, 公司通过招拍挂的形式取得了十字门中央商务区 29 块土地 (总占地面积合计 106.74 万平方米, 计容建筑面积 360.89 万平方米) 的使用权; 通过增资方式获得珠海市海润房地产开发有限公司 2 块土地 (占地面积合计 23.57 万平方米, 计容建筑面积 58.94 万平方米) 使用权。公司将土地储备以成本法计入“存货”科目。目前下属土地主

要用于抵押融资，未来将择机进行开发或转让。随着横琴新区政策性利好及十字门片区基础设施建设的不断完善，公司下属土地储备增值效果明显。

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子公司珠海金控（截至 2016 年底华发集团及其旗下子公司合计持股比例 91.36%）和珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）。

珠海金控成立于 2012 年，定位为珠海及横琴新区营运国有金融资产、进行产业投资的核心平台。利用珠海连接粤港澳“桥头堡”的区位优势 and 横琴自贸区先行先试的政策优势，珠海金控经过四年多的发展，通过新设或收购等方式，已初步形成覆盖证券、期货、金融租赁、保险、基金、各类收益权交易平台、担保、小贷、小额再贷等多个领域，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。

截止 2016 年底，珠海金控旗下参控股金融机构 13 家、准金融机构 8 家、类金融机构 52 家。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。跟踪期内，珠海金控发起设立横琴人寿（不纳入合并范围）、受托管理珠海城发基金。目前公司正在申请消费金融、公募基金牌照，已基本实现金融产业全牌照布局（除信托牌照外）。

截至 2016 年底，珠海金控注册资本 68.45 亿元（2017 年 1 月完成工商变更），资产总额 269.89 亿元，所有者权益 107.86 亿元；2016 年全年实现营业总收入 3.96 亿元，净利润 5.33 亿元（其中，投资收益 13.62 亿元）。

华发财务是根据中国银监会批准设立，注册资本 15 亿元，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。

截至 2016 年底，华发财务注册资本 15 亿元，资产总额 212.51 亿元，所有者权益 23.56 亿元；2016 全年实现营业收入 4.57 亿元，实现净利润 2.27 亿元。

此外，华发集团还参股了包括珠海华润银行、珠海农村商业银行、厦门国际银行、华通金融租赁、横琴人寿等核心金融机构，每年可获得稳定的投资收益。

公司金融板块收益包括计入营业收入的手续费及佣金净收入、顾问咨询费收入、担保业务收入、利息净收入等，及公司对外投资所获取的投资收益。2016 年，华发集团金融板块实现营业收入 7.34 亿元，其中利息净收入 4.77 亿元（主要来自华发财务），同比增长 1.46%；手续费及佣金收入 1.89 亿元（主要来自华金证券），同比增长 5.22%。2016 年，公司获得投资收益 13.07 亿元，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、资管计划等所得。

表 8 公司主要参控股金融企业（单位：亿元、%）

业务分类	公司名称	主营业务	持股比例	注册资本	是否纳入合并范围
核心金融业务	华金证券股份有限公司	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，为期货公司提供中间介绍业务	70.38	32.00	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	91.36	6.00	是

	华金金融(国际)控股有限公司	服务业	91.36	USD0.50 亿元	是
	珠海华发集团财务有限公司	金融业	91.01	15.00	是
	横琴华通金融租赁有限公司	融资租赁业务等	35.00	20.00	否
	横琴人寿保险有限公司	普通型保险；健康保险；意外伤害保险；分红型保险；万能型保险；再保险业务等	20.00	20.00	否
	厦门国际银行股份有限公司	银行业	2.18	83.86	否
	珠海农村商业银行股份有限公司	银行业	9.90	21.88	否
	珠海华润银行股份有限公司	银行业	22.53	56.38	否
创新金融业务	横琴国际知识产权交易中心有限公司	服务业	46.45	1.00	是
	广东金融资产交易中心有限公司	金融服务业	49.00	1.00	否
	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	91.36	1.00	是
配套金融业务	珠海城市发展投资基金	投资基金	0.24	42.30	否
	珠海华金融资担保有限公司	融资担保	91.36	3.00	是
	珠海市粤科金控小额贷款股份有限公司	小额贷款等	40.00	1.00	否

资料来源：公司提供

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（持股比例 28.46%）、英飞尼迪投资控股集团有限公司（持股比例 49%）和珠海科技创业投资有限公司（实际控制人珠海市国资委，委托公司经营管理）等；同时，公司也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。报告期内，公司新增财务性投资项目（包括合作平台）47 个，投资金额 16.06 亿元。截至 2016 年底，华发集团累计参与财务性投资项目 124 个，累计投资金额 32.95 亿元。

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，公司有望利用下属金融全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。联合资信同时注意到珠海金控下属证券、期货、金融租赁、人寿保险等牌照业务尚处于培育期，竞争力偏弱；同时，受强监管、合规趋严的影响，公司风控团队有待补充，风控能力有待提升。

## 5. 配套服务板块

### (1) 商贸服务

华发集团商贸服务板块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”）负责，具体业务包括大宗商品批发、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。公司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。

受下游客户需求及公司风控要求等影响，近两年公司主要贸易品种有所变化：燃料油和铜矿石仍是公司近两年贸易板块主要收入来源，2016 年采购及销售规模同比均呈大幅增长；2016 年，公司新增有色金属（电解铜）、液化气贸易，不再开展钢材和进口铁矿石贸易业务，同时适度缩减化工产品贸易规模。2016 年，公司实现大宗商品批发业务收入 123.51 亿元，同比增长 72.18%，其中前五大贸易产品收入占比 62.56%，集中度较高；同期，大宗商品批发业务毛利率 0.45%，同比下降 0.52 个百分点，主要系燃料油贸易毛利率下降所致。受

行业特性和业务模式影响，公司大宗商品贸易业务毛利率水平较低。

表 9 2015~2016 年华发商贸前五大大宗商品收入及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

商品	2015 年			2016 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
钢材	2.29	3.19	4.38	--	--	--

液化气	--	--	--	1.11	0.90	0.29
有色金属 (电解铜)	--	--	--	6.37	5.16	0.09
燃料油	23.67	32.99	1.62	47.19	38.21	0.42
进口铁矿砂	0.89	1.24	0.80	--	--	--
化工产品	5.55	7.74	2.45	3.57	2.89	1.53
铜矿石	16.20	22.59	0.41	19.01	15.39	0.50
合计	48.60	67.75	1.43	77.26	62.56	0.46

资料来源: 公司提供

注: 占比为相应商品营业收入占大宗商品批发收入总和的比重。

表 10 华发商贸主要大宗商品采购及销售情况 (单位: 万吨、元/吨)

商品	采购数量		销售数量		采购平均单价		销售平均单价	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
钢材	9.03	--	9.03	--	2838	--	2968	--
液化气	--	3.84	--	3.84	--	3270	--	3280
有色金属 (电解铜)	--	1.59	--	1.59	--	46800	--	46844
燃料油	57.10	113.21	57.10	113.21	4771	4857	4850	4877
进口铁矿砂	21.90	--	21.90	--	472	--	475	--
化工产品	7.94	6.29	7.94	6.29	7976	6539	8177	6637
铜矿石	4.73	20.49	4.73	20.49	39895	10799	40055	10853

资料来源: 公司提供

注: 铜矿石采购及销售价格近两年变化较大系采购品种不同所致。

从上下游及结算方式看，公司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。2016 年，公司前五大供货商采购金额占比 74.10%，集中度较上年显著提高（2015 年为 57.41%），结算方式主要为货到付款（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。2016 年，公司前五大销售商销售金额占比合计 84.73%，集中度较 2015 年提高 30.06 个百分点，前五大供应商全部采取现款结算方式。

总体看，跟踪期内，公司大宗商品贸易规模快速增长；同时，公司不断提高上下游客户集中度、提高现款结算比例，防控贸易风险；但公司大宗商品贸易板块整体毛利率水平较低，对公司整体盈利贡献较小。

## 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。2016 年华发汽车新成立广州铧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。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。珠海华发天成汽车有限公司正在申请广汽传祺特许经营权。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。2016 年公司汽车销售实现收入 3.34 亿元，同比增长 47.68%。

## (2) 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)。

2016年文体教育板块实现收入1.63亿元,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2016年底,华发物业进行物业服务的物业面积达2304.36万平方米。跟踪期内,公司物业管理收入持续增长,2016年实现收入2.91亿元,同比增长19.17%。

#### 6. 经营效率

从经营效率来看,2016年,受营业收入大幅增长及应收账款回款影响,公司销售债权周转次数为16.76次,较2015年的6.72次有明显提升。同期,公司存货周转次数及总资产周转次数分别为0.25次、0.19次,较2015年有不同程度增长,但公司资产中由房地产开发成本及土地一级开发成本构成的存货占比大,项目开发建设及收益实现周期较长,整体经营效率有待进一步提升。

#### 7. 未来发展

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

2017年,公司将在保持资产和收入规模快速增长的同时,进一步加强战略引领、提升管控,持续巩固和优化业务格局,在实现业务健康可持续发展的基础上,抢抓新一轮优质资源布局时机,打造新的业务增长极;同时,公司将继续立足珠海,面向全国,走向世界,形成内外并举、相互支撑、结构合理、有序发展的区域布局。

## 九、财务分析

公司提供的2014~2016年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,并出具了标准无保留意见的审计结论。

2016年公司新增纳入合并范围的控股子公司29家,其中27家为新设公司,2家为非同一控制下企业合并,新增控股子公司期末净资产总计22.80亿元,跟踪期内合并范围的变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至2016年底,华发集团合并资产总额1891.63亿元,所有者权益464.05亿元(含少数股东权益222.62亿元)。2016年公司实现营业收入321.37亿元,利润总额30.98亿元。

### 1. 盈利能力

2016年,公司实现营业收入321.37亿元,同比增长52.29%(同比增加110.34亿元),主要系房地产开发、大宗商品批发和土地一级开发业务收入增长所致。受收入增长影响,2016年公司营业成本同比增长56.71%至249.86亿元,成本增速略高于营业收入增速。2016年实施营改增后,根据财政部规定,公司将“营业税金及附加”科目名称调整为“税金及附加”科目,同时将经营活动发生的房产税、土地使用税、车船使用税、印花税从“管理费用”项目重分类调整至“税金及附加”项目,2016年公司税金及附加15.10亿元,同比增加4.57亿元(主要系土地增值税增加所致)。受上述因素综合影响,2016年公司营业利润率为17.56%,较上年小幅下降1.90个百分点。

期间费用方面,2016年,受销售规模扩大相应宣传推广、代理费增加和人员数量增长等因素影响,公司销售费用、管理费用延续上年上升趋势,同比分别增长46.20%、34.65%至5.78亿元、16.02亿元;同期,受益于平均融资成本下降及公司经营管控提升,公司财务费用同比下降21.44%至16.74亿元。2016年,公司期间费用合计(38.54亿元),较上年变化不

大（同比增加 1.38 亿元），受营业收入大幅增长影响，期间费用率下降至 11.99%。

2016 年，公司实现投资收益 13.07 亿元，同比增加 1.45 亿元，受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为公司利润的重要补充。从构成看，2016 年公司投资收益中：权益法核算的长期股权投资收益 4.07 亿元（主要来自华润银行、珠海农商行、珠海润海投资、华通金租等）、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 2.16 亿元（主要来自公司持有的基金、债券、资管计划等）、持有至到期投资在持有期间的投资收益 4.56 亿元（主要来自公司持有的资管计划）。2016 年公司利润总额为 30.98 亿元，同比增长 100.85%。

从盈利指标看，2016 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 2.79%、4.47%，同比分别增加 0.51 个、2.30 个百分点，盈利能力不断增强。

综合来看，跟踪期内，受益于房地产、大宗商品贸易及土地一级开发收入的增加，公司营业收入同比大幅增长，金融业务收入和投资收益对公司利润形成了良好补充，总资产收益率和净资产收益率指标呈现较大提升。同时，联合资信也注意到，受大宗贸易板块利润水平较低及税改影响，跟踪期内，公司营业利润率同比略有下降。未来，随着公司土地一级开发、房地产及金融板块业务的逐步推进，公司未来盈利能力有望进一步增强。

## 2. 现金流及保障

经营活动方面，2016 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，公司经营活动现金流入量同比增长 132.53% 至 604.33 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 503.59 亿元，同比增长 122.21%；收到其他与经营活动有关的现金 68.23 亿元，同比增长 329.33%，主要系资金往来款增加所致。2016 年，公司经营活动现金流

出同比增长 67.75% 至 418.46 亿元，一方面系购买商品、接受劳务支付的现金（2016 年为 245.86 亿元）增长，另一方面系金融板块业务增加带动购置可供出售金融资产净减少额、回购业务资金净减少额、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等科目增长所致。2016 年，公司经营活动净现金流 185.88 亿元，同比增加 175.44 亿元，同比增幅 1680.69%，跟踪期内受房地产、土地一级开发业务回款增多及商贸板块规模扩大带动，公司经营活动净现金流明显改善。2016 年公司现金收入比为 156.70%，同比增长 49.31 个百分点，收现质量不断提高。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入 73.79 亿元，同比下降 22.58%，主要系收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金减少所致。2016 年，公司投资活动现金流出同比下降 43.34% 至 177.37 亿元，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 103.48 亿元，同比下降 31.71%，主要系土地一级开发中配套的自有房建类项目投入减少所致；投资支付的现金 71.52 亿元，同比下降 55.72%，主要系对资产管理计划、股权投资同比减少所致。公司 2016 年投资活动现金流净额-103.58 亿元，受自有房建类项目支出、对外投资支出减少影响，投资活动净流出规模有所收窄。

跟踪期内，受前期资本投入逐步进入收益期影响，公司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，公司筹资活动前现金流量净额由负转正，为 82.30 亿元（上年为-207.28 亿元），经营活动现金流量净额能覆盖投资活动资金需求。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入 936.69 亿元，较上年增长 7.5%，其中取得借款收到的现金和发行债券收到的现金分别为 454.60 亿元和 206.34 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 182.37 亿元，吸收投资收到的现金 93.37 亿元（主要为子公司收到少数股东投资收到的资金）；筹资活动现金流出



907.25 亿元，主要为偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金。跟踪期内，公司收到和支付其他与筹资活动有关的现金增长主要系华金证券固收业务中借入和归还法人账户透支资金所致。2016 年，公司筹资活动以偿还债务等支付的现金为主，筹资活动现金流量净额 29.44 亿元，较上年的 245.72 亿元大幅下降。

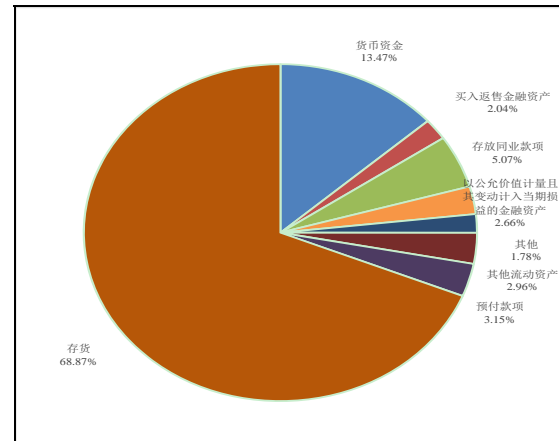
总体看，跟踪期内，受房地产、土地一级开发业务回款增多及商贸板块规模扩大带动，公司经营活动现金流入规模大幅增长，收入实现质量不断提高；公司前期资本投入逐步进入收益期，经营活动现金净流入能较好地覆盖投资活动现金净流出。跟踪期内，受公司实施“调结构、去杠杆”等工作影响，筹资活动以偿还债务等支付的现金为主，筹资活动现金流量净额同比大幅下降。

### 3. 资本及债务结构 资产

跟踪期内，随着经营规模的扩大，华发集团资产总额保持快速增长趋势。截至 2016 年底，华发集团（合并）资产总额 1891.63 亿元，同比增长 20.10%，主要系存货、货币资金、固定资产、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，截至 2016 年底，华发集团流动资产和非流动资产占比分别为 82.27% 和 17.73%，较上年末变化不大。

截至 2016 年底，公司流动资产同比增长 21.61% 至 1556.24 亿元，主要系存货、货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、买入返售金融资产等增长所致。从构成看，公司流动资产仍以存货、货币资金、存放同业款项等为主，跟踪期内，受货币资金大幅增长影响，货币资金占比同比有所上升，存货占比同比略有下降，但仍是公司流动资产的主要组成部分。

图 2 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2016 年底，公司货币资金 209.59 亿元，同比增长 94.34%，主要系预收售楼款及土地一级开发回款增加等所致；年末受限货币资金 21.30 亿元（受限资金比重 10.16%），主要为借款及应付票据保证金和存放中央银行法定存款准备金。

截至 2016 年底，公司存放同业款项 78.90 亿元，同比增长 12.15%，全部为存放境内银行同业。

公司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公司购买的债券和股票投资（以债券为主），截至 2016 年底账面余额为 41.34 亿元，同比增长 185.01%，主要系债券投资增加所致。

截至 2016 年底，公司应收账款同比下降 77.11% 至 7.13 亿元，主要系应收之前年度土地收益分成回款所致，公司共计提坏账准备 0.47 亿元，计提比率为 6.12%。2016 年底，公司应收账款前五名合计 4.97 亿元（占比 65.45%），包括应收上海泽侓石油化工有限公司货款（1.36 亿元）、应收珠海市金湾区财政局（1.14 亿元）、珠海市横琴新区管理委员会财金事务局（1.13 亿元）和珠海保税区管理委员会（0.81 亿元）土地收益分成及应收葛洲坝集团物流有限公司货款（0.53 亿元），前五名欠款单位欠款时间均在 2 年以内。

截至 2016 年底，公司预付款项同比增长

7.38%至 49.08 亿元，主要包括预付土地出让金、预付货款等。

截至 2016 年底，公司买入返售金融资产同比增长 426.57%至 31.79 亿元，主要系银行间质押式买入返售增加所致。按标的物划分，债券占比 86.20%、股票占比 13.87%。

公司存货主要由开发成本、开发产品及出租开发产品等构成，截至 2016 年底，存货同比增长 13.10%至 1071.80 亿元。2016 年底公司存货中开发成本 982.86 亿元，同比增加 88.99 亿元，主要系新购置土地及在建项目持续投入所致，开发成本中较上年底增加较多的项目包括苏州姑苏院子、武汉华发外滩荟、苏州华发公园首府、上海静安府等。公司存货中开发成本以房地产项目为主，此外还有部分一级土地开发成本。2016 年底公司存货中开发产品净值 75.20 亿元，同比增加 31.78 亿元，主要新增完工项目包括珠海华发城建未来荟国际花园、南宁华发新城、珠海华发山庄、广州华发四季等。年末计提存货跌价准备 982.45 万元。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 46.04 亿元，同比增长 11.03%，主要系预交税费增加所致。年末其他流动资产主要由与合营公司往来款及其他（23.26 亿元）、预交税费（14.28 亿元）、融出资金（4.72 亿元）和委托贷款（3.25 亿元）构成。

跟踪期内，受固定资产、可供出售金融资产、长期股权投资等增长带动，2016 年底公司非流动资产同比增长 13.54%至 335.39 亿元，其中长期股权投资占 30.19%、固定资产占 29.34%、可供出售金融资产占 15.80%、持有至到期投资占 10.88%。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 52.98 亿元，同比增加 41.90 亿元，主要系新增可供出售债务工具、可供出售权益工具投入及可供出售权益工具持有期间公允价值变动所致。年末公司可供出售金融资产中可供出售债务工具 32.26 亿元，采用公允价值计量；可供出售权益工具 20.72 亿元，其中按公允价值计

量的系公司认购的“和谐并购安华私募投资基金”，年末公允价值变动 4.04 亿元（账面价值 5.56 亿元），按成本法计量的权益工具系公司参与设立的投资基金、参股的投资企业，投资金额较大的包括厦门国际银行股份有限公司（3 亿元）、IDG 成长基金（2.55 亿元）、珠海英飞尼迪创业投资基金（有限合伙）（1.45 亿元）、珠海横琴新区丰铎股权投资基金合伙企业（有限合伙）（1.31 亿元）、久隆财产保险有限公司（1 亿元）等，以股权投资和金融类企业为主。

持有至到期投资主要系公司持有的资产管理计划和同业存单，截至 2016 年底为 36.50 亿元，较 2015 年底下降 47.56%，主要系部分投资到期赎回所致。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 101.24 亿元，较上年底增长 20.25%，主要系增加对珠海情侣海岸建设有限公司、珠海华润银行股份有限公司、横琴人寿保险有限公司等的股权投资。2016 年底，公司投资金额较大的长期股权投资包括珠海华润银行股份有限公司（25.93 亿元）、上海华泓钜盛房地产开发有限公司（22.39 亿元）、珠海华金资本股份有限公司（13.43 亿元）、珠海科技创业投资有限公司（9.28 亿元）等金融及产业投资类、房地产及代建市政项目公司<sup>5</sup>。

截至 2016 年底，公司投资性房地产 23.61 亿元，较上年末减少 63.49 亿元，主要系公司调整开发计划，将原计划对外出租的房屋及建筑物（原计入投资性房地产）转租给合并范围内子公司运营，相应将上述房产由投资性房地产调至固定资产科目，并追溯调整 2016 年期初数。2016 年底公司投资性房地产全部为持有的华发商都项目，根据华信众合评报字[2017]第 Z-105 号评估报告，年末公允价值 23.61 亿元，本年度公允价值变动增加 990.76 万元。

<sup>5</sup> 公司长期股权投资包括珠海情侣海岸建设有限公司、阳江华阳投资控股有限公司、珠海华发连湾保障房建设有限公司等从事市政基础设施和保障房的项目公司，因项目所需资金由财政承担，公司不享有经营收益和承担经营风险，因此不纳入财务报表合并范围。

截至 2016 年底,公司固定资产 98.40 亿元,较上年末增加 68.98 亿元,一方面系投资性房地产转入,另一方面系公司珠海华发沁园保障房建设有限公司开发的保障房项目(华发沁园为自建保障房项目,公司购买土地并投资建设,项目竣工后由公司持有并运营管理)及子公司珠海华昇开发建设有限公司开发的横琴金融产业发展基地完工转入固定资产所致。

截至 2016 年底,公司递延所得税资产同比增长 255.30%至 11.74 亿元,主要系预收账款之预计利润形成的递延所得税资产、土地增值税准备形成的递延所得税资产等增加所致。

截至 2016 年底,公司受限资产账面价值合计 585 亿元,占资产总额的 30.93%。

总体看,跟踪期内,随着经营规模的扩大,公司资产总额不断增长,资产构成仍以存货、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。公司整体资产质量较好。

#### 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,截至 2016 年底,公司所有者权益同比增长 23.15%至 464.05 亿元。从构成看,实收资本占 2.41%,资本公积占 25.95%,其他权益工具占 15.02%,少数股东权益占 47.97%。

根据珠国资【2016】256 号《关于修改华发集团公司章程的批复》,公司 2016 年将资本公积 1.20 亿元转增实收资本,注册资本增至 11.20 亿元。同期,公司资本公积变动一方面系收到珠海市国资委增资款 1.88 亿元,另一方面系公司本部及下属子公司收购和处置少数股东股权引起的其他资本公积变动,2016 年底资本公积净值同比增加 3.18 亿元至 120.42 亿元。

2016 年,子公司综合发展发行两期永续中期票据(“16 珠海华发 MTN001”、“16 珠海华发 MTN002”)本金合计 42 亿元,计入“所有者权益—其他权益工具”,加上 2015

年发行的永续中票(“15 珠海华发 MTN003”),期末其他权益工具账面价值合计 69.69 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,2016 年底少数股东权益增长主要来自华发股份。

总体看,公司所有者权益仍以少数股东权益和资本公积为主。跟踪期内,受永续债发行、少数股东权益及留存收益增加影响,所有者权益规模持续上升。

#### 负债

跟踪期内,受预收款项、其他流动负债、其他应付款等流动负债和应付债券增加影响,公司负债总额同比增长 19.14%至 2016 年底的 1427.58 亿元。从构成看,2016 年底流动负债占 54.63%,非流动负债占 45.37%,受预收款项大幅增长及长期借款减少等因素影响,跟踪期内公司流动负债比重超过非流动负债比重。

截至 2016 年底,公司流动负债同比增长 36.01%至 779.85 亿元,其中预收款项占 32.18%、一年内到期的非流动负债占 16.71%、应付账款占 12.43%、其他应付款占 11.78%,短期借款比重有所下降,预收款项占比大幅上升。

截至 2016 年底,公司短期借款同比下降 66.81%至 55.30 亿元,以保证借款和质押保证借款为主。公司流动负债中预收款项占比较高,主要为华发股份预收房款(期末余额 238.86 亿元),不会带来公司实际的短期偿付压力。2016 年底,公司预收款项同比增加 165.95 亿元至 250.98 亿元,主要系预收楼款、预收股权转让款等增加所致。截至 2016 年底,公司其他应付款同比增长 72.25%至 91.87 亿元,主要系产权交易中心收到 46 亿元股权交易保证金所致。截至 2016 年底,公司其他流动负债 60.03 亿元,同比增加 60 亿元,主要系公司发行四期超短期融资券。

截至 2016 年底,公司非流动负债同比增长 3.66%;从构成看,以长期借款(占比 62.33%)和应付债券(34.95%)为主。跟踪期

内，受公司偿还部分长期借款及子公司新发债券影响，长期借款占非流动负债比重有所下降，应付债券比重有所上升。

截至 2016 年底，公司长期借款 403.76 亿元，同比下降 12.64%，以抵押借款、保证借款等为主。截至 2016 年底，公司应付债券 226.38 亿元，同比增加 80.94 亿元，主要系子公司华发股份发行公司债（“16 华发 01”~“16 华发 05”共五期，金额合计 69.82 亿元）、华发综合发展发行公司债（“16 华综 01”、“16 华综 02”，金额合计 39.90 亿元）所致。本报告已将应付债券中一年内到期部分（HK Huafa Invest Hldgs Co. Ltd. 4.25% 信用增强人民币债券 8.56 亿元）调入调整后短期债务核算。公司长期应付款为华发物业资产支持证券和售后回租融资款，2016 年底为 10.54 亿元，同比减少 0.67 亿元。

将公司发行的超短期融资券（“其他流动负债”）、资产支持证券和售后回租融资款（“长期应付款”）等有息部分计入债务后，跟踪期内，公司调整后全部债务小幅增长，截至 2016 年底为 944.40 亿元，同比增幅为 2.00%。2016 年底公司有息债务中调整后短期债务占比 33.07%（同比下降 0.42 个百分点），调整后长期债务占比 66.93%，公司债务结构以长期债务为主，较上年末变化不大。公司融资手段仍以长、短期借款和债务融资工具为主，跟踪期内，受短期借款部分偿还及公司发行债券影响，债务融资工具融资比重同比有所上升。截至 2016 年底，公司的资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 75.47%、67.05% 和 57.67%，较 2015 年底分别下降 0.61 个、4.02 个和 4.37 个百分点，跟踪期内，公司债务负担有所减轻。

将 2015~2016 年公司发行的永续债（近两年末账面余额分别为 28.00 亿元、69.69 亿元）调入债务后，2015~2016 年底，公司有息债务规模分别为 953.84 亿元、1014.09 亿元（同比增幅为 6.32%），资产负债率（调整永续债后）

分别为 77.85%、79.15%，全部债务资本化比率（调整永续债后）分别为 73.22%、72.00%。考虑到公司负债中预收账款规模较大且跟踪期内增加较多，公司实际负债水平轻于上述指标值。

总体看，跟踪期内，受少数股东权益增长、永续债发行及留存收益增加影响，公司所有者权益规模稳步增长。同期，随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，负债总额逐年增加，债务负担有所减轻。

#### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底公司流动比率同比下降 23.63 个百分点至 199.56%，速动比率同比上升 4.22 个百分点至 62.12%，公司流动资产中存货占比高，导致速动比率偏低。2015~2016 年，公司经营现金流动负债比分别为 1.82%、23.84%，跟踪期内经营活动净现金流对流动负债的保障能力大幅增强，考虑到流动负债中不需要实际偿还的预收账款较多，公司实际偿债能力强于指标值。2015~2016 年底，公司现金类资产分别为 192.72 亿元、329.85 亿元，对调整后短期债务的覆盖倍数分别为 0.62 倍、1.06 倍。公司短期债务规模大，跟踪期内现金类资产充裕，短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 54.43 亿元，同比增长 35.37%，调整后全部债务/EBITDA 为 17.35 倍，较 2015 年的 23.03 倍有所下降，跟踪期内，随着盈利能力的提升，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度增强。整体看，公司目前债务规模仍然较大，债务结构以长期债务为主，考虑到公司资产负债中土地、股权投资、金融资产等增值前景良好，未来土地一级开发、房地产和金融业务收益可观及珠海市政府对公司的有力支持，公司整体偿债能力强。

截至 2016 年底，公司合并口径对外担保 24.66 亿元，担保比率 5.31%；其中，十字门公

司对珠海中冶置业有限公司提供担保 24.65 亿元，华发股份为业主提供按揭购房贷款担保余额 33.77 万元。公司担保比率低，或有负债风险低。

截至 2016 年底，公司共计获得银行授信额度 1584.60 亿元，尚未使用 629.41 亿元，公司间接融资渠道畅通。另外，公司合并范围内拥有 2 家上市公司，控股非合并 1 家上市公司，具备直接融资渠道。

#### 5. 抗风险能力

跟踪期内，公司作为珠海整体城市运营商、房地产龙头企业以及珠海金融产业投资的核心平台，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、土地一级开发业务方面有良好的品牌知名度和较强的盈利能力。未来随着公司土地一级开发、房地产项目的逐步推进，金融板块和产业投资板块的稳步发展，公司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、政府对于公司支持的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

#### 6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（2012 银行版）（机构信用代码：G10440401000391600），截至 2017 年 5 月 9 日，公司未结清业务中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

截至本报告出具日，“12华发集团债/PR华发集”待偿还本金6.25亿元，将于2018年2月到期还本付息；“13华发集团债/PR华发集”待偿还本金6亿元，将分别于2017年、2018年及2019年6月偿还25%的本金（即2亿元）。

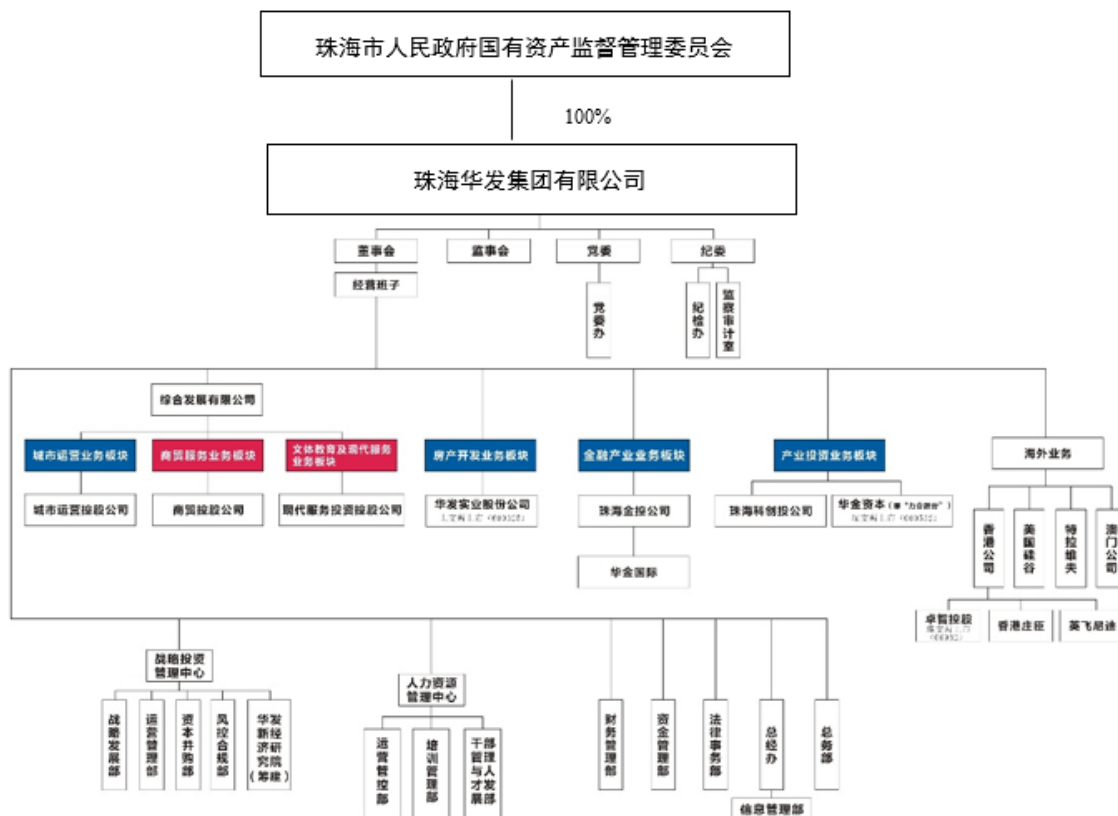
2016年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及EBITDA分别为两期债务偿还本金合计12.25亿元的49.33倍、15.17倍和

4.44倍，分别为单年最高偿债金额8.25亿元的73.25倍、22.53倍和6.60倍，公司经营活动现金流和EBITDA对存续期内债券的保障能力强。

### 十一、 结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA<sup>+</sup>上调至AAA，评级展望为稳定，并将“12华发集团债/PR华发集”、“13华发集团债/PR华发集”的信用等级由AA<sup>+</sup>上调至AAA。

## 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	2014 年	2015 年	2016 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	142.85	192.72	329.85
资产总额(亿元)	1226.95	1575.05	1891.63
所有者权益(亿元)	299.61	376.82	464.05
调整后短期债务(亿元)	316.41	310.03	312.28
调整后长期债务(亿元)	387.80	615.81	632.12
调整后全部债务(亿元)	704.20	925.84	944.40
营业收入(亿元)	172.43	211.03	321.37
利润总额(亿元)	13.74	15.42	30.98
EBITDA(亿元)	30.19	40.21	54.43
经营性净现金流(亿元)	0.16	10.44	185.88
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	6.41	6.72	16.76
存货周转次数(次)	0.21	0.19	0.25
总资产周转次数(次)	0.17	0.15	0.19
现金收入比(%)	103.08	107.39	156.70
营业利润率(%)	19.95	19.46	17.56
调整后总资本收益率(%)	2.24	2.28	2.79
净资产收益率(%)	2.59	2.17	4.47
调整后长期债务资本化比率(%)	56.41	62.04	57.67
调整后全部债务资本化比率(%)	70.13	71.07	67.05
资产负债率(%)	75.58	76.08	75.47
流动比率(%)	189.80	223.18	199.56
速动比率(%)	56.39	57.90	62.12
经营现金流动负债比(%)	0.03	1.82	23.84
调整后全部债务/EBITDA(倍)	23.32	23.03	17.35

注：1、调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中的超短期融资券+应付债券中一年内到期部分；2、调整后长期债务=长期债务+长期应付款-应付债券中一年内到期部分。

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据+存放同业款项  
 短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+吸收存款及同业存放+卖出回购金融资产  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益



### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

### 附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。