

信用等级公告

联合[2016] 2431 号

联合资信评估有限公司通过对珠海华发综合发展有限公司及其拟发行的2016年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

珠海华发综合发展有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

珠海华发综合发展有限公司

2016年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十月二十一日



珠海华发综合发展有限公司

2016 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 22 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 支付项目回购款、偿还金融机构借款

评级时间: 2016 年 10 月 21 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
现金类资产	12.91	22.51	49.71	76.83
资产总额(亿元)	238.62	394.25	526.81	590.33
所有者权益(亿元)	175.08	190.97	227.35	228.04
短期债务(亿元)	9.76	37.31	58.67	89.37
长期债务(亿元)	14.22	94.33	121.07	171.71
全部债务(亿元)	23.98	131.64	179.73	261.08
调整后全部债务(亿元)	23.98	131.64	218.50	313.31
营业收入(亿元)	39.53	83.89	102.70	48.41
利润总额(亿元)	4.61	9.75	9.54	2.05
EBITDA(亿元)	5.53	14.20	22.21	--
经营性净现金流(亿元)	8.76	-13.81	-8.26	-7.44
营业利润率(%)	17.77	19.54	19.37	14.16
净资产收益率(%)	1.92	3.58	2.85	--
资产负债率(%)	26.63	51.56	56.84	61.37
全部债务资本化比率(%)	12.05	40.80	44.15	53.38
调整后全部债务资本化比率(%)	12.05	40.80	52.29	61.03
流动比率(%)	491.59	335.53	275.04	291.48
经营现金流流动负债比(%)	18.97	-13.10	-5.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.34	9.27	8.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.46	2.18	1.25	--

注: 公司成立于 2012 年, 并于 2013 年 12 月进行重组, 故 2013 年财务数据为基于子公司的模拟值; 公司 2016 年上半年财务数据未经审计; 调整后全部债务包括全部债务、资产支持证券和永续中期票据。

分析师

刘博 刘珺轩

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: [Http://www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

评级观点

珠海华发综合发展有限公司(以下简称“公司”)作为珠海市城市综合服务开发商, 承担珠海市重大城市基础设施建设等工作, 市场定位明确, 外部发展环境良好, 获得了母公司珠海华发集团有限公司(以下简称“华发集团”)和珠海市政府的大力支持, 资产规模和营业收入不断增长。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司整体盈利能力偏弱, 且正处于大规模投资建设期, 对外融资需求大, 存在一定的资金压力等不利因素对公司运营及信用水平带来的负面影响。

近年来, 珠海市经济水平快速增长, 财政实力不断增强, 给公司城市综合服务定位创造了良好的外部环境; 未来随着公司十字门商务区项目、金湾区航空新城项目、保税区二期项目的继续推进, 公司的收入和利润有望进一步增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点, 联合资信分析认为在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征相近。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

- 2009 年 8 月 14 日国务院正式批准了《横琴总体发展规划》, 使横琴新区成为粤港澳紧密合作的新载体和示范区, 政治和战略地位突出; 同时, 近年来珠海市经济水平快速发展, 财政实力不断增强, 给公司城市综合服务主业创造了良好的外部环境。
- 公司作为珠海市首批两家总部企业之一珠海华发集团有限公司的全资子公司, 承担珠海市重大城市基础设施建设和保障性住

房建设等工作；公司市场定位明确，获得母公司和市政府的大力支持。

3. 公司负责的基础设施开发建设运营项目覆盖了珠海市主要行政区和功能区，其中十字门中央商务区项目是珠海核心城市建设的战略项目以及横琴区域开发的启动项目。
4. 受益于土地一级开发业务和大宗商品批发业务发展，公司近年营业收入增长较快；未来保税区二期、金湾区航空城、高新区北围等项目的开发和土地出让有望持续支撑公司收入稳定增长。

关注

1. 公司土地一级开发业务规模大，受房地产行业政策影响，收益实现具有一定的不确定性。
2. 近年公司债务规模快速增长，债务负担呈大幅上升趋势；公司处于项目建设高峰期，未来大规模投资将加大公司融资压力。
3. 公司与母公司华发集团等关联方往来款规模较大，经营活动净现金流波动大，整体盈利能力较弱。
4. 公司担保比率较高，存在一定的或有负债风险。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点。

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）与珠海华发综合发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与珠海华发综合发展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，未因珠海华发综合发展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综合发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、珠海华发综合发展有限公司 2016 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至公司依据发行条款约定赎回日到期有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

珠海华发综合发展有限公司

2016 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

经珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）批准（珠国资【2012】134号），珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）和珠海铎创投资管理有限公司（以下简称“铎创投资”）合资成立珠海华发资产运营管理有限公司（以下简称“公司”），注册资本为300万元，其中华发集团持股70%，铎创投资持股30%。根据珠海市国资委“关于无偿划转珠海铎创投资管理有限公司等企业股权的意见”（珠国资【2012】265号），由铎创投资持有的公司30.00%的股权划转为珠海铎创股权投资管理有限公司（以下简称“铎创股权投资”）持有。铎创股权投资为华发集团全资子公司，华发集团直接和间接合计持有公司100%股权。2014年4月1日，经珠海市工商行政管理局拱北分局核准，公司更名为“珠海华发综合发展有限公司”。

公司母公司华发集团成立于1985年3月16日，现直接隶属于珠海市国资委，为国有资产授权经营单位，注册资本为人民币10亿元。华发集团为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。2013年12月11日，根据《关于无偿划转珠海华发保障房建设控股有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2013】435号），华发集团内涉及城市运营业务板块的子公司股权被划入公司，公司被确立为母公司华发集团业务架构内负责城市综合服务业务的主体，华发集团具体的业务布局见附件1-3所示。

2014年4月4日，根据《关于华发集团对珠海华发综合发展有限公司增加投资的意见》

（珠国资【2014】105号），珠海市国资委批准华发集团和铎创股权投资以货币资金出资和资本公积转增的方式对公司增资99700万元；其中，华发集团以货币资金增资9790万元，以资本公积增资60000万元，铎创股权投资以货币资金增资29910万元。增资工作完成后，公司实收资本达10.00亿元，其中华发集团持股70%，铎创股权投资持股30%。2014年4月17日，上述增资工作已经完成，珠海立信会计师事务所针对此次增资出具了验资报告（珠立验字【2014】045号）。截至2016年6月底，公司注册资本10亿元，实际控制人为珠海市国资委。

公司经营范围为：停车场经营、商铺出租、汽车租赁；物业管理（凭资质证经营），物业代理；实业投资；会展服务；营销策划；市政工程配套服务、绿化工程（以上项目须取得资质证后方可经营）；广告设计、制作、发布及代理；广告位出租；商务服务（不含许可经营项目）。

截至2016年6月底，公司下设运营管理部、行政人事部、财务部和市场招商部4个职能部门；拥有珠海华发现代服务投资控股有限公司、珠海华发城市运营投资控股有限公司和珠海华发商贸控股有限公司3家一级子公司。

截至2015年底，公司合并资产总额为526.81亿元，所有者权益为227.35亿元（其中少数股东权益30.98元）；2015年，公司实现营业收入102.70亿元，实现利润总额9.54亿元。

截至2016年6月底，公司合并资产总额为590.33亿元，所有者权益为228.04亿元（其中少数股东权益30.87亿元）；2016年1~6月，公司实现营业收入48.41亿元，实现利润总额2.05

亿元。

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

二、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司于 2015 年注册中期票据 70 亿元，2015 年 12 月发行“15 珠海华发 MTN003”28 亿元，2016 年 9 月发行“16 珠海华发 MTN001”20 亿元，本期计划发行 2016 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）22 亿元。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据约定赎回时到期。公司有权在本期长期限含权中期票据发行第 5 年及之后每年的约定赎回日进行赎回。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，前 5 个计息年度利率保持不变，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率，其中前 5 个计息年度票面利率为初始基准利率¹加上初始利差，初始利差为票面利率与初始基准利率的差值；如公司在第 6 年不行使赎回权，从第 6~10 个计息年度票面利率调整为当期基准利率²加初始利差再加 300 个基点，此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加初始利差再加 300 个

基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除发生强制付息事件，公司在本期中期票据每个付息日前可以自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应当按当期票面利率累计计息。如果公司在某个付息日选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前披露《递延支付利息公告》。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股东分红或者减少注册资本。付息日前 12 个月，公司如果向普通股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率，以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AA⁺企业与 AA⁻企业发行 3 年期和 5 年期债券利率的利差）。从票

¹ 初始基准利率为集中簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）

² 当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 考虑到利息递延时的罚则，即公司在某个付息日选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，该条款保障了递延利息支付可能性小。

综上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

2. 本期中期票据资金用途

本期中期票据拟发行额度 22 亿元，其中 11.40 亿元计划用于支付项目回购款，10.60 亿元计划用于偿还金融机构借款。

十字门中央商务区会展商务组团（一期）项目

(1) 项目概况

十字门中央商务区会展商务组团（一期）项目是公司城市运营板块十字门中央商务区项目的重要组成部分（项目整体情况详见本报告经营分析部分）。该项目位于珠海横琴十字门中央商务区北区，建设内容包括珠海国际会议中心、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，由上海宝冶集团下属珠海中冶置业有限公司采用 BT 方式承建，预计总投资约 87 亿元。

(2) 项目进度

截至 2016 年 6 月底，十字门中央商务区会展商务组团（一期）项目已投资 73.55 亿元，2016 年和 2017 预计分别投资 8.59 亿元和 4.86 亿元。目前，会展一期项目部分单体已完成施工，其中展览中心、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 区已完工，并于 2015 年 10 月投入运营，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。项目投资主要为前期费用、地价款、财务费用、设计费和工程费用，其中涉及珠海中冶置业有限公司的工程款金额为 76.45 亿元，目前已进入回购期的金额有 52.04 亿元；公司拟将募集资金中 11.40 亿元用于支付项目回购款。

(3) 项目收益

该项目收益主要来自于会展收入、酒店收入和写字楼销售收入，十字门中央商务区会展商务组团（一期）单体项目投资回收期较长。2016~2019 年会展商务组团（一期）项目预计产生现金流入 29.65 亿元。考虑到十字门中央商务区项目的整体收益来源还包括其他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公司土地转让收入，预计至 2023 年，公司可收回十字门商务区项目总投资（项目整体收益情况详见本报告经营分析部分）。

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 GDP 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，中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（PIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中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，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 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。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016年上半年，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，中国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，中国经济保持稳定增长。2016年1-6月份，中国国内生产总值(GDP)34.1万亿元，同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格(CPI)指数在2%左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数(PPI)同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数(PMI)自3月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016年1-6月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016年1-6月份，中国固定资产投资(不含农户)25.8万亿元，同比增长9.0%，

增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016年1-6月份，中国社会消费品零售总额15.6万亿元，同比增长10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016年1-6月份，全国居民人均可支配收入同比增长6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016年1-6月份，中国进出口总值1.7万亿美元，同比下降8.8%，自3月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差2571亿美元，同比变动不大。2016年6月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在6.5%-7.0%增长、物价温和回升、就业市场稳定等2016年年度目标，2016年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设

施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增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。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到 13% 的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

目前公司主营业务主要分为三个板块，分别是现城市运营板块、现代服务板块和商贸物流板块。

(1) 城市运营板块

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。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

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，国家发改委办公厅正式下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式，即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”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。

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放松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。

整体看，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。

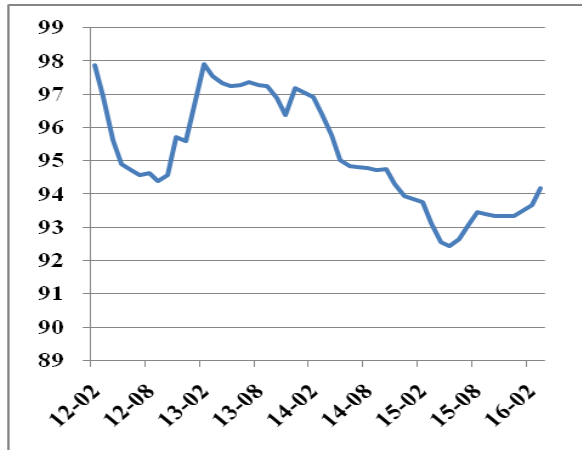
(2) 地产物业板块

近年地产行业概况

2014年的中国房地产市场处于调整期，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；中央政策以“稳”为主，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。

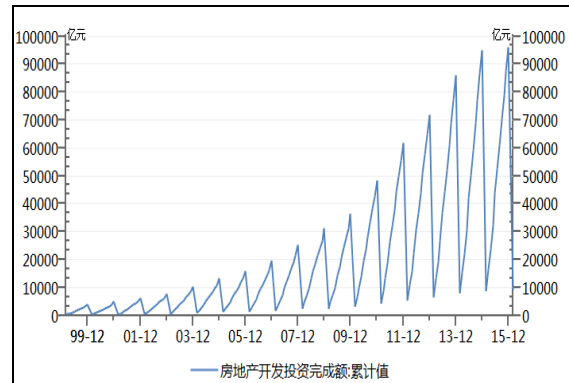
图1 2012年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：wind资讯

房地产投资：2014年，全国房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较上年回落9.3个百分点，创近五年新低；其中住宅投资6.4万亿元，同比增长9.2%（较上年回落10.2个百分点），商业营业用房和办公楼投资增速分别为20.1%和21.3%（分别较上年回落8.2个和16.9个百分点）。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%。

图2 房地产开发投资完成额



资料来源：wind 资讯

房屋开工/竣工面积：新开工面积增速持续下降，2014年为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中住宅新开工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%。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：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。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%，仅商业营业用房销售面积、销售面积实现同比增长；住宅销售面积（10.5亿平方米）同比下降9.1%，销售额（6.2万亿元）同比下降7.8%，办公楼的销售面积和销售额同比分别下降13.4%和21.4%（2498万平方米和2944亿元），商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长7.2%和7.6%（9075万平方米和8906亿元）。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%。

2016年1~6月份，全国房地产开发投资46631亿元，同比名义增长6.1%（扣除价格因素实际增长8.0%），增速比1-5月份回落0.9个百分点；其中，住宅投资31149亿元，增长

5.6%，增速回落 1.2 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 66.8%。房地产开发企业房屋施工面积 669750 万平方米，同比增长 5.0%，增速比 1-5 月份回落 0.6 个百分点；其中，住宅施工面积 459444 万平方米，增长 3.4%。房屋新开工面积 77537 万平方米，增长 14.9%，增速回落 3.4 个百分点；其中，住宅新开工面积 53433 万平方米，增长 14.0%。房屋竣工面积 39546 万平方米，增长 20.0%，增速回落 0.4 个百分点；其中，住宅竣工面积 29024 万平方米，增长 19.2%。商品房销售面积 64302 万平方米，同比增长 27.9%，增速比 1-5 月份回落 5.3 个百分点；其中，住宅销售面积增长 28.6%。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。

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对于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。2016 年 6 月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，有助于增强土地政策的适用性和灵活性，对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

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。

截至 2016 年 9 月 19 日，已有一线城市和部分二线城市出台房地产限购、限贷政策，2016 年，中国新增限购限贷城市有上海、深圳、苏州、杭州等。2016 年，中国楼市持续火热，重点二线城市房价飞涨。未来在热点城市楼市持续高的情况下，房地产调控力度或将进一步加大，未来或将有更多城市加入政策收紧行列。

(3) 商贸物流板块

国际贸易

2015 年，国际经济总体复苏乏力，导致全球贸易进入深度调整期，WTO 公布数据显示，按美元计价，2015 年前 10 个月，全球出口值下降幅度超过 11%，是自 2009 年全球金融危机后再次出现下降。WTO 于 2016 年 4 月 7 日表示，2016 年全球贸易将增长 2.8%，低于前次预估的 3.9% 增长。

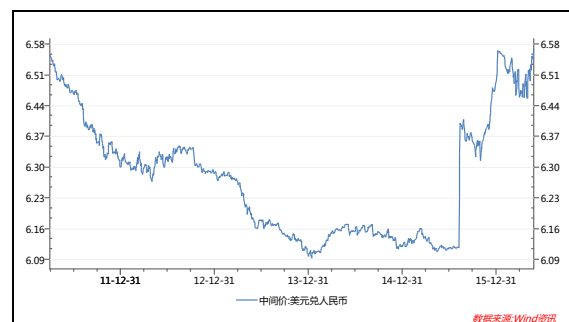
全球外贸环境的调整抑制了中国出口增长；同时，全球大宗商品价格大幅下跌，使得中国大宗商品进口平均价格连续下降，加上中国经济发展进入新常态，大宗商品进口量也放缓，2015 年中国进口值下降；此外，加上价格下降、要素成本持续快速上升等因素叠加，中国外贸形式复杂。2015 年全国进出口总值 3.96 万亿美元，同比下降 8%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%；贸易顺差 5945.04 亿美元，扩大 55.4%。

近年来，中国进出口中贸易方式构成逐渐改变，一般贸易比重超过加工贸易并不断上升。2015 年，中国一般贸易出口 1.22 万亿美元，同比增长 1.2%。占同期外贸出口 53.5%；加工贸易出口 0.80 万亿美元，同比下降 9.8%，占同期外贸出口的 35%；按人民币计价，当

年中国一般贸易进出口值 13.29 万亿元，同比下降 6.5%，占进出口总值的 54%，所占比重较上年提升 0.3 个百分点，其中出口增长 2.2%。相对加工贸易而言，具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高，一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

由于中国出口贸易主要是劳动密集型产品为主，资本和技术密集型产品比重较小。以贬值为主基调的人民币汇率政策在一定程度上保护低经济效益的出口企业。出口商品的价格相对较低的优势不断引起了中国与贸易伙伴国的贸易摩擦；连续多年的顺差及巨额的外汇储备引起国际上对人民币升值的强烈压力。2013 年美元兑人民币迅速下行，2014 年至 2015 年 6 月保持在低位波动，但自 2015 年 8 月 11 日，自中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来，美元兑人民币汇率出现大幅贬值，截至 2016 年 9 月 20 日，美元兑人民币汇率为 6.6700 元/美元。在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

图 3 美元兑人民币汇率走势图



资料来源: Wind 资讯

国内贸易

近几年中国经济规模保持了不断扩大的良好态势，刺激国内贸易景气度不断上升。2015 年，国民经济运行缓中趋稳，结构调整稳中有进，转型升级势头良好，国内生产总值 67.7 万亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零售

总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，扣除价格因素，实际增长 10.6%。2015 年全国网上零售额 3.9 万亿元，同比增长 33.3%，其中实物商品网上销售额 3.2 万亿，增长 31.6%，占同期社会消费品零售总额的 12.9%。2016 年 1-5 月，中国实现社会消费品零售总额 12.9 万亿元，同比增长 10.2%，增速较上半年加快 0.1 个百分点。

整体看，中国经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

物流行业

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2015 年全国社会物流总额 213.50 万亿元，同比增长 7.94%，增幅比上年回落 3.63 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 196.90 万亿元，同比增长 8.48%，增幅比上年回落 1.22 个百分点。进口货物物流总额 12.0 万亿元，同比下降 0.83%，增幅比上年回落 6.41 个百分点。2015 年全国物流业增加值为 3.5 万亿元，同比下降 10.26%。受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

2015 年 11 月 18 日，国家发改委、交通部、商务部、国家铁路局、中国民航局、国家邮政局及国家标准委 11 月 18 日联合印发《关于中国物流业信用体系建设的指导意见》。《意见》提出了加强物流信用服务机构培育和监管、推进信用记录建设和共享、积极推动信用记录应用、开展专业物流领域信用建设试点、加强物流信用体系建设的组织协调等十余项措施。

《意见》对建立健全物流业信用体系，营造公平竞争、诚信经营的市场环境，发挥市场在物

流资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，促进物流业加快转型升级；对于降低社会物流成本，提高物流效率，提升经济运行的质量和效益具有重要意义。

2. 区域经济概况

区位优势

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，具有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九洲、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔、跨境工业区等国家一类口岸 8 个。珠海城市先后被联合国、国家、省有关部门授予“联合国改善人居环境最佳范例奖”、“双拥模范城”、“卫生城市”、“全国精神文明建设十佳城市”、“中国旅游胜地四十佳”之一、“园林城市”等多项殊荣，在第三届中国和谐城市可持续发展高层论坛上，珠海荣获“中国十佳和谐可持续发展城市”和“中国十佳休闲宜居生态城市”两项殊荣，成为广东省唯一一个同时获得“双十佳”的城市。

国务院颁布《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》，确定珠海为珠江口西岸核心城市的新定位和建设高栏港工业区、海洋工程装备制造基地、航空产业园、国际商务休闲旅游度假区的新布局，极大地提升了珠海在区域乃至国家全局中的战略地位和城市价值。为实现珠江口西岸核心城市和交通枢纽城市的定位，珠海市推出了 3000 多亿元的投资以构筑“交通、产业、城市”三大格局，明确了涉及珠海未来发展命运的重大项目和基础性项目的分工和具体进度。公司主要承担了珠海市委、市政府确定的“十大重点工程”中的五个重点工程项目。

2009 年 8 月，国务院正式批准实施《横琴总体发展规划》，功能定位确定为：“一国两制”下探索粤港澳合作新模式的示范区、深化改革开放和科技创新的先行区、促进珠江口西岸地

区产业升级的新平台。横琴岛的建设是未来港珠澳地区发展的重点，而位于横琴岛中心的十字门中央商务区是重点中的中心，十字门中央商务区将是珠港澳区域经济联动、协调发展的核心展示区，也是珠港澳面向世界的一张名片。公司作为十字门中央商务区的城市运营商，其基础设施建设的战略意义尤为重要。

由此可见，珠海城市竞争力的持续提升，将为公司提供良好的发展平台和强大的经济支持。

珠海市区域经济与财政实力

根据珠海统计信息网公布的《2015年珠海市经济运行简况》，2015年珠海地区生产总值2024.98亿元，同比增长10.0%，增速居广东省首位；三次产业的比重由上年的2.6:51.1:46.3调整为2.3:49.7:48.0，与上年相比，第三产业比重提升0.6个百分点。

2015年，珠海市工业生产增幅攀升，规模以上工业增加值增长9.6%。工业继续向高端化方向发展，先进制造业、高技术制造业增加值占规模以上工业的比重分别达49.6%和27.3%。从六大支柱产业看，电子信息、生物医药、精密机械制造和电力能源业增长较快，同比分别增长20.5%、15.7%、14.9%和12.9%，增速高于珠海市平均水平；而石油化工和家电电气业仅为个位数增长。

对外贸易出口低迷，珠海市2015年外贸进出口总额2962.05亿元，同比下降12.2%。其中，出口1794.84亿元，增长0.7%；进口1167.21亿元，下降26.7%。结构上看，加工贸易为代表的劳动密集型产品出口优势逐步下降，原油和大宗商品价格的下跌对珠海市进口造成较大影响。

2015年，珠海市完成固定资产投资1305.14亿元，比上年增长15.0%，增速连续四年居珠三角地区首位。分产业看，工业投资258.69亿元，下降6.3%；房地产开发完成投资524.12亿元，同比增长35.0%；基础设施投资同比增长13.0%。

财政方面，2015年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%。

“十三五”期间，珠海市将全面推进城市西拓，以高快速路为骨架，完善“五横两纵”内部交通路网，加快轨道交通及公共交通建设，将西部建设成为港珠澳大桥辐射大西南的主平台，科学控制开发强度，高水平推进30.4平方公里起步区建设，提升城市服务功能，到2020年初步建成容纳百万人口的生态宜居示范新城。按照这一发展规划，珠海市未来的基础设施建设前景良好，并且在良好的政策环境、城市环境和经济环境的带动下，珠海市土地一级开发的市场发展空间较大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年6月底，公司控股股东为华发集团，实际控制人为珠海市国资委。

2. 母公司情况

公司为华发集团的全资子公司，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（具体业务由公司负责）、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、珠海控股集团、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。

作为华发集团的子公司，公司在华发集团各业务板块中主要负责城市综合服务开发业务，如上所述，公司所运营的业务与珠海市其他公共事业运营主体相比具有较高的独立性。

3. 人员素质

(1) 高管人员情况

郭凌勇，1973 年生，大学本科，毕业于北京师范大学历史学专业。现任公司董事长，华发集团副总经理、珠海十字门中央商务区建设有限公司董事长。

许继莉。女，1971 年 6 月出生，硕士研究生学历，经济师。曾任中国农业银行珠海市分行副行长、兴业银行珠海分行副行长。现任珠海华发综合发展有限公司董事、总经理及法定代表人，兼任珠海华发集团财务有限公司董事长、珠海华发商贸控股有限公司董事长、珠海华发实业股份有限公司董事、珠海金融投资控股有限公司董事、和辉集团有限公司董事、成发企业有限公司董事。

钟铭女士，1971 年生，大学本科，注册会计师、注册资产评估师、国际注册内部审计师，毕业于暨南大学会计学专业。现任公司董事、副总经理，珠海华发现代服务投资控股有限公司执行董事兼总经理。

伍超先生，1968 年生，中山大学硕士研究生，经济师。现任公司董事、副总经理，珠海华发商贸控股有限公司总经理。

李微欢。男，1971 年出生，毕业于武汉大学国际金融专业。现任珠海华发综合发展有限公司董事、副总经理，兼任力合股份有限公司监事。

胡虹女士，1972 年生，注册会计师，毕业于合肥经济技术学院会计学专业，现任公司财务总监。

岳玲荣先生，男，1986 年生，注册会计师，长春理工大学工商管理本科毕业，现任珠海华发综合发展有限公司董事会秘书。

(2) 公司员工情况

截至 2015 年底，公司在职工 5476 人。从员工文化素质情况来看，大专及以下学历的占 81.55%，本科学历的占 15.69%，硕士及以上学历的占 2.76%；从员工年龄构成来看，30 岁以下的员工占 34.50%，31~50 岁的占 55.84%，51 岁以上的占 9.66%。

整体看，公司高管人员经验丰富，文化素质较高，可满足公司管理的需求。公司员工整体素质较好，可满足公司日常经营的需求。

4. 外部环境

2009 年 8 月 14 日，国务院正式批准了《横琴总体发展规划》，使横琴新区成为粤港澳紧密合作的新载体和示范区，横琴新区的开发建设上升为国家战略，并得到了国务院、广东省政府及珠海市政府政策及资金方面的支持。按照横琴岛的战略规划，该新区享受了国务院诸多的优惠政策：税收优惠；离岸金融优惠；通关优惠（自由贸易港）；个人所得税返还奖励等。这对横琴新区未来的招商引资提供了便利。

公司承接的十字门中央商务区是珠海建设核心城市的战略性举措和开发横琴的启动项目，占地面积约 5.77 平方公里，总建筑面积

将达 1100 万平方米。其中：湾仔填海区位于南湾海滨，占地约 2.28 平方公里；南部片区位于横琴新区，占地约 3.49 平方公里。十字门中央商务区的建设将有效撬动横琴新区开发，开创珠海城市发展的全新格局，成为珠海建设珠江口西岸核心城市的有力抓手和加速粤港澳一体化进程的强劲引擎。

此外，随着港珠澳大桥的投建、横琴新区

的设立、高新区北围及广珠城轨等多个重大项目的开展，珠海市综合经济实力将不断增强。

5. 股东支持

作为母公司华发集团旗下的城市综合服务主体，公司持续获得母公司在资产和资金注入、股权划拨和注册资本等方面的大力支持，具体支持情况如下表所示。

表 1 近年公司获得支持情况（单位：亿元）

年度	标的	资产价值	来源或依据
2011 年	货币资金支持	70.60	母公司华发集团货币资金支持
	华发集团重组股权划转	7.25	《关于无偿划转珠海华发保障房建设控股有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2013】435 号）
合计		77.85	
2012 年	地下城轨项目资产	1.27	母公司华发集团划拨资产
	货币资金支持	3.27	母公司华发集团货币资金支持
	华发集团重组股权划转	6.18	《关于无偿划转珠海华发保障房建设控股有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2013】435 号）
合计		10.72	
2013 年	地下城轨项目资产	4.50	母公司华发集团划拨资产
	华发集团重组股权划转	3.43	《关于无偿划转珠海华发保障房建设控股有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2013】435 号）
	货币资金支持	48.16	母公司华发集团货币资金支持
	货币资金支持	1.49	母公司华发集团货币资金支持
合计		57.58	
2014 年	地下轨项目资产	0.58	母公司华发集团划拨资产
	增资	0.98	母公司华发集团增资
	增资	2.99	母公司华发集团子公司珠海铎创股权投资有限公司增资
合计		4.55	
2015 年	华发集团重组股权划转	1.02	《关于无偿划转珠海情侣海岸建设有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2015】432 号）
合计		1.02	

资料来源：公司提供

资金支持

2011 年，华发集团以货币资金方式对公司下属公司注资 70.60 亿元，体现在资本公积科目，2012 年和 2013 年，公司持续获得母公司华发集团对公司及下属子公司的资金支持，如上表所示，分别为 3.27 亿元和 49.65 亿元，均计入“资本公积”。

股权划转

根据《关于无偿划转珠海华发保障房建设控股有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2013】435 号），公司被确立为华发集团旗

下负责城市综合服务的主体，集团内从事相关业务的子公司被划入公司合并范围内，2011~2013 年，公司分别获得股权划拨 7.25 亿元，6.18 亿元和 3.43 亿元，体现在公司资本公积科目。

根据《关于无偿划转珠海情侣海岸建设有限公司等企业股权的处理意见》，（珠国资【2015】432 号），珠海市国资委同意将珠海华发商贸控股有限公司持有的珠海华港建设投资有限公司 100% 股权无偿划转至珠海华发文教旅游产业发展有限公司（以下简称“珠海华

发文教旅游”），珠海华发文教旅游将所持有的珠海华发华盛建设有限公司、珠海华发华毓投资建设有限公司、珠海华昕开发建设有限公司 100%股权无偿划转给公司子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司，并将珠海华发港口物流有限公司持有的珠海华发高新港口物流有限公司 50%的股权无偿划转给珠海华昕开发建设有限公司。上述股权无偿划转事宜合计使公司资本公积增加 1.02 亿元，划转基准日为 2014 年 12 月 31 日。（根据同一控制下企业合并准则要求，视同珠海华发华盛建设有限公司、珠海华发华毓投资建设有限公司、珠海华昕开发建设有限公司和珠海华发高新港口物流有限公司自 2014 年 1 月 1 日纳入公司合并范围）。

资产划拨

2012~2014 年，华发集团将地下城轨项目的资产（换乘中心）划转给公司，2012~2014 年分别为 1.27 亿元、4.50 亿元和 0.58 亿元，体现在公司在建工程、固定资产和资本公积科目。

土地一级开发收益分成

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》，公司享有珠海市十字门中央商务区一级土地开发的分成收益，具体标准为土地出让后，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子公司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”）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%。2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司分别获得十字门中央商务区一级土地开发分成收益 12.19 亿元、31.43 亿元、22.46 亿元和 6.00 亿元，体现在“主营业务收入”和“销售商品、提供劳务收到的现金”科目中。

公司子公司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），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）。华金开发享有该地区可出让经营性用地的土地增值收益分成（30%）。项目已于 2013 年下半年开工。2015 年，金湾航空新城土地一级开发实现营业收入 15.72 亿元，2016 年 1~6 月，金湾航空新城土地一级开发实现营业收入 4.26 亿元，体现在“主营业务收入”和“销售商品、提供劳务收到的现金”科目中。

公司子公司珠海华保开发建设有限公司（以下简称“华保开发”），负责对珠海市保税区二期的土地一级开发和市政基础设施建设，并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）。华保开发享有该地区可出让经营性用地的土地增值收益分成（25%）。项目已于 2014 年下半年开工，2016 年 1~6 月，保税区二期项目实现营业收入 2.72 亿元，体现在“主营业务收入”和“销售商品、提供劳务收到的现金”科目中。

公司子公司珠海华发高新建设控股有限公司（以下简称“华发高新建设”），负责高新区主园区产城一体化的开发建设，并获得珠海市人民政府赋予的土地一级开发职能（珠府函珠府函【2013】306 号），华发高新建设享有该地区可出让经营性用地的土地出让分成收益，具体标准为土地出让后，珠海市财政局从土地出让金中扣除相关税费后再将剩余资金的 93% 拨付华发高新建设。截至 2016 年 6 月底，北围片区市政道路建设已全面铺开。2016 年 1~6 月，高新区北围片区实现营业收入 0.73 亿元，体现在“主营业务收入”和“销售商品、提供劳务收到的现金”科目中。

注册资本支持

2014 年 4 月 4 日，根据《关于华发集团对珠海华发综合发展有限公司增加投资的意见》（珠国资【2014】105 号），珠海市国资委批准华发集团和铎创股权投资以货币资金出资和

资本公积转增的方式对公司增资 99700 万元；其中，华发集团以货币资金增资 9790 万元，以资本公积增资 60000 万元，铎创股权投资以货币资金增资 29910 万元。增资工作完成后，公司实收资本 10.00 亿元，其中华发集团持股 70%，铎创股权投资持股 30%。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司股东会由全体股东组成，股东会是公司的最高权力机构。公司设董事会，成员 5 人，由股东会选取，公司法定代表人由总经理担任。公司设监事会，成员 3 人，由股东会选举产生。公司设总经理 1 人，由董事会选举产生，任期三年，任期届满，可以连任。

2. 管理水平

公司根据产业布局、业务特点和资产结构等情况，同时借鉴母公司华发集团管控模式，制定了内部控制体系。

财务管理制度

公司财务管理工作总体目标为保持公司良好的财务状况，实现安全性、收益性与流动性的统一；通过发展核心产业、合理运用资本运作手段，根据公司战略规划，有效配置财务资源，保障公司健康、持续、稳定发展。财务工作应遵循的基本原则为成本效益平衡原则；收益风险均衡原则；短期与长期利益相结合原则；集中管理与分级授权相结合的原则；目标导向与过程管理相结合的原则。公司财务管理制度规范了财务管理职责。公司财务制度对公司财务工作的组织体系、资金管理、资产管理、负债管理、成本及费用管理、收入及利润管理、财务内部控制制度、财务风险管理、财务预算、财务报告、管理会计、外部审计、资产评估、财务信息化、财务监督等方面进行了具体规定。

预算管理制度

为加强财务预算管理，提高预算管理水平，根据公司财务管理制度和财务预算管理的有关规定，公司的财务部具体负责公司的预算编制和管理工作，包括公司预算编制的内容及程序、预算的执行与控制、年终决算、预算执行情况的考评等。公司总经理是预算编制的总负责人，公司财务总监或财务部经理是预算编制和执行的具体负责人，具体负责落实财务预算编制方针，组织编制财务预算，协助总经理协调处理财务预算编制和执行过程中的问题。

投融资管理制度

公司相关职能部门组织实施投资项目的可行性分析和评估，制定投资计划并报公司总经理办公会审议，所有投资项目均需经公司总经理办公会审议；经公司总经理批准后上报并执行；原已通过审批的项目，如果在实施推进过程中，其关键指标与原申报材料相比有较大的差异、或者所涉及的资金超出原估算额度的，须重新审核。

对外融资根据公司的有关计划和安排进行，包括短期借款、长期借款、应付债券、融资租赁资产等。公司对外融资的决策程序：（1）财务部根据公司经营情况和资金需求提出计划；（2）财务部负责人审核；（3）按公司的审批权限履行审批程序；（4）财务部负责具体实施。

担保管理制度

公司有关对外担保的决策管理按照《对外担保管理办法》执行；公司按照华发集团的计划安排和工作部署，做好对外担保的各项工作；按照华发集团对外担保制度规定的审批权限履行审批程序；公司对外担保的日常管理工作由公司相关业务部门跟进并组织实施。

关联交易管理制度

公司关联交易按国家有关法律、法规和公司章程等的规定执行；关联交易的决策管理按照集团公司《关联交易决策制度》执行；公司的关联交易决策管理按照华发集团规定的审批权限履行审批程序；公司关联交易决策管理

的日常工作由公司相关业务部门跟进并组织实施。

采购和招投标管理制度

公司的物资、服务采购及工程项目等的采购和招投标工作，依照相关法律法规和华发集团相关的制度规定执行；采购和招投标遵循公开、公平、公正、信用和效益原则；物资和服务采购操作方法遵循竞争性谈判方式、市场询价采购方式的基本程序；采购和招投标的审批权限实施层级审核原则，按照华发集团规定的审批权限履行审批程序；公司采购和招投标工作由公司相关业务部门跟进并组织实施。

公司成立时间较短，法人治理结构有待进一步完善，相关制度较为健全，控股股东华发集团对公司的管控力度较大。

七、经营分析

1. 经营现状

在母公司华发集团的业务布局中，公司作为珠海市主要的城市运营商，承担珠海市的城市综合服务业务。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“华发现代服务”）从事的物业服务等现代服务板块，子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城市运营”）从事的十字门中央商务区开发和保障房建设等城市运营板块，以及子公司珠海华发商发商贸有限公司（以下简称“华发商发”）从事的汽车销售和大宗商品批发等商贸物流板块；母公司华发集团和公司具体的业务布局见附件 1-3 所示。

受益于土地一级开发和大宗商品批发业务收入的快速增长，近三年公司主营业务收入

规模逐年扩大，分别为 39.23 亿元、82.91 亿元和 99.73 亿元。业务构成方面，公司主营业务包括物业服务、汽车销售、土地一级开发、工程施工、大宗商品批发、租赁、停车场业务和混凝土销售等；其中 2013 年新增工程施工混凝土销售业务，2014 年新增租赁和停车场业务。收入占比方面，土地一级开发业务和大宗商品批发业务收入占比较大，2015 年分别占主营业务收入的 38.28% 和 53.37%；随华发集团持有物业增加，公司物业服务收入持续增长，2015 年实现 3.63 亿元，占主营业务收入的 3.64%；受销量下滑影响，2015 年公司实现汽车销售业务收入 2.28 亿元，同比下降 20.58%。

毛利率方面，公司物业服务业务毛利率近三年波动上升，2015 年为 22.43%，同比有所下降主要系会展中心及华发酒店业务于 2015 年投入运营，公司初始管理成本较高所致；公司近三年土地一级开发业务毛利率保持较高水平，2015 年为 50.11%，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 1.19%，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；2013~2015 年公司主营业务毛利率分别为 19.87%、22.00% 和 21.12%。

2016 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 47.46 亿元，占 2015 年全年的 47.59%，其中停车场收入合并到物业服务中，2016 年上半年公司未发生混凝土收入。2016 年 1~6 月，公司主营业务毛利率 15.75%，较 2015 年全年水平有所下降主要系大宗商品批发业务和土地一级开发业务毛利率有所下降所致，租赁业务毛利率下降较大主要是因为部分租赁出租物业年底收回租金。

表 2 2013~2015 年及 2016 年 1~6 月公司主营业务经营情况（单位：万元、%）

业务类别	主营业务收入				主营业务毛利率			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
物业服务	20369.04	28759.05	36339.15	17196.05	21.48	25.14	22.43	16.60
汽车销售	28481.92	28677.27	22776.04	12471.74	8.73	6.14	8.75	9.81
土地一级开	121944.13	314279.16	381730.39		51.25	52.67	50.11	47.28

发				137095.16					
工程施工	4637.48	486.56	353.25	39.95	91.14	17.37	3.44	12.32	
大宗商品批发	214179.05	439463.48	532300.08	295816.41	2.09	1.19	1.19	0.80	
租赁收入	--	1649.52	4859.62	1743.36	--	87.99	61.52	-108.08	
停车场收入	--	1985.31	2134.73	--	--	14.89	-10.17	-	
混凝土销售	761.22	11355.69	11857.69	--	-4.08	4.37	-2.93	-	
其他	1916.99	2489.23	4966.65	10270.07	-3.86	13.74	8.46	52.24	
合计	392289.84	829145.27	997317.60	474632.74	19.87	22.00	21.12	15.75	

资料来源：公司提供

2. 现代服务板块

现代服务板块主要由公司下属子公司华发现代服务负责，主要包括物业管理、会展业务、酒店管理及其它租赁业务等。

(1) 物业业务

公司物业服务业务由华发现代服务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 2015 年底，华发物业进行物业服务的物业面积达 2873.25 万平方米，其中内部项目物业管理面积 914.20 万平方米，外部项目物业管理面积 1959.05 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，2015 年实现收入 3.63 亿元，较 2014 年增长 26.36%。2016 年 1~6 月，物业管理业务收入为 1.72 亿元，占 2015 年全年的 47.38%，受部分物业管理收入需年末结算影响，毛利率低于 2015 年全年水平。

(2) 会展业务及其他

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部分租赁收入和珠海华发国际会展管理有限公司的会展场地租赁收入，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，2015 年公司实现租赁收入 0.49 亿元，同比增长 194.61%。公司停车场收入系大巴站场、城轨地下停车场停车费，2015 年实现停车场收入 0.21 亿元。2016

年开始公司停车场收入合并到物业服务收入。

3. 城市运营

公司城市运营业务由子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（2014 年 2 月 27 日更名，原称“珠海华发投资控股有限公司”，以下简称“华发城市运营”）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

公司对十字门中央商务区的开发建设主要由华发城市运营的子公司十字门公司负责。

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。十字门公司 2015 年全年实现营业收入 23.13 亿元，净利润 6.84 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。2016年1~6月，十字门区域出让土地16.88万平方米，实现土地分成收入6.00亿元。

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，截至2016年6月底，十字门中央商务区横琴片区和湾仔片区正在进行市政基础设施建设。

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，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；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预计2018年建成投产。

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。截至2016年6月底，公司十字门中央商务区在建项目218.00亿元，公司已投资148.45亿元。2016~2018年，公司预计分别投资33.85亿元、27.04亿元和17.13亿元。

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6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	58.24	17.85	10.15	6.23	3.37
会展商务组团	87.00	73.55	8.59	4.86	--	--
横琴国际金融大厦	40.00	10.32	6.75	12.03	10.90	--
横琴金融街	7.00	6.34	0.66	--	--	--
合计	218.00	148.45	33.85	27.04	17.13	3.37

资料来源：公司提供

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	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
出让面积	94.00	12.43	35.94	19.11	48.76
返还收入	19.00	9.80	11.10	7.30	30.35

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，预计未来能够实现收入619亿元，其中土地出让分成收入约167亿元，土地转让收入约372亿元，重点项目经

营收益约80亿元。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。

由于转让用地目前用来融资，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，截至2016年6月底，公司已投资148.45亿元，土地出让收入82.32亿元。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。

(2) 保障房建设

公司保障房建设业务由华发城市运营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，项目由政府委托给公司，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 8.6 亿元，保障性住房部分只允许出租，商业部分可租可售；2012 年 10 月 23 日正式开工建设，目前项目已验收，2020 年开始销售商业物业，回收期约 8 年。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，目前主体结构已封顶，砌体已完成，准室内装修已完成，在进行室外综合配套，计划 2021 年开始销售商业物业，项目回收期约 10 年。上述两项目有 2 年左右免租期和 2~4 年出租期，出租期结束后开始出售。

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》；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》。三个代建保障房项目均由华发保障房出资建设，政府在约定时间内支付项目总投资，华发保障房享有约定比例的利润分成和约定费率的管理费。

公司代建保障房项目投资及收益情况见表 5。公司尚未就移交的项目提供全部工程决算文件。截至 2016 年 6 月底，公司已收到投资利润及管理费合计 0.15 亿元，已收到回购款 2.61 亿元。剩余回购款及投资利润、管理费将陆续结算收取。

表 5 公司代建保障房项目投资及收益情况（单位：亿元）

项目名称	截至 2016 年 6 月底投资额	已收到投资利润和管理费	已收到回购款	收益方式
金山花园三期危房改造项目	2.06	0.11	1.96	金湾区人民政府在任一项目竣工验收移交后 6 个月内支付该建设项目总投资；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验收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
安怡花园项目	0.54	0.03	0.50	平沙镇政府在项目竣工验收移交后 6 个月内支付项目建设成本（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
连湾新村三期项目	0.40	0.01	0.15	

资料来源：公司提供

(3) 其他项目

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 6 公司非十字门商务区在建项目开发情况 (单位: 亿元)

项目名称	预计完工时间	总投资	截至 2016 年 6 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	17.51	6.45	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	8.21	1.79	--	--	--
高新区北围	2023 年	156.84	14.77	17.82	23.15	39.02	9.10
合计		221.84	47.21	33.06	36.43	43.06	9.10

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金湾区人民政府签订了《珠海市金湾区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, 以及金湾区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城市运营共同出资设立了华金开发, 其中铎创股权投资持股 40%, 华发城市运营持股 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 35.00 亿元, 截至 2016 年 6 月底, 金湾区航空城项目已投资 17.51 亿元。2015 年, 金湾航空城项目出让土地 2 宗, 确认土地出让收入 15.72 亿元。2016 年上半年金湾片区土地出让 4 块, 出让面积 42.90 万平方米, 实现营业收入 4.26 亿元。预计 2016~2019 年土地出让收入 47.89 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1亿元设立珠海华发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 2016 年 6 月底，保税区二期项目已投资 6.72 亿元。2016 年上半年土地出让收入 2.72 亿元，预计 2016~2019 年土地出让收入 29.97 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 万平米，建筑密度较低，总建筑面积约 11.52 万平米，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 万平米，人才公寓 2.88 万平米，展厅等配套建筑面积 0.69 万平米。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 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。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，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 2016 年 6 月底已投资 8.21 亿元。

珠海科技创新海岸（北围）项目

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，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 6 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。2016 年上半年该项目公司确认土地出让收入 0.73 亿元。预计 2016~2020 年可产生土地分成收入 131.63 亿元。

华发集团和斗门区政府签订《斗门区黄杨河“一河两岸”综合开发项目合作框架协议》，进行黄洋河及附近区域的综合开发建设；华发集团与珠海市富山工业园管理委员会签订了《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。以上两个项目均由公司作为运营主体。

另外，由原公司控股子公司珠海市海川地产有限公司（以下简称“海川地产”）负责开发建设的上冲车辆基地 TOD 项目总投资 24.30 亿元，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、城市广场等。2016 年 3 月 29 日，珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）通过珠海产权交易中心以现金增资方式获得海川地产增资扩股后的 49.75% 的股权，调整完成后，公司通过子公司华发城市运营持有海川地产 49.75% 的股权，华发股份持有海川地产 49.75% 的股权，海川地产纳入华发股份合并报表范围，海川地产开发的上冲 TOD 未来荟项目建设、开发、销售等工作委托并授权给华发股份行使，公司按照所持海川地产股权比例获得分红。

整体看，公司城市运营板块业务覆盖珠海市主要行政区和功能区，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。

4. 商贸物流

公司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。公司贸易品种品种涵盖钢材、管桩、焦炭、煤炭、燃料油等产品，贸易品种结构变动较大，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、21.90 万吨和 9.03 万吨。2013~2015 年，公司大宗商品批发业务收入分别为 21.42 亿元、43.95 亿元和 53.23 亿元，业务毛利率分别为 2.09%、1.19% 和 1.19%。

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以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表 8 所示。公司一般对国内上游供货方采取货到付款的方式结算，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。公司大宗商品板块业务模式是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。

表 7 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			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
钢材	3666	3022	2838	--	11.78	14.02	9.03	--
管桩	138	--	--	--	35.74	--	--	--
焦炭	1517	1011	--	--	91.04	94.83	--	--
煤炭	917	--	383	--	11.57	--	14.57	--
燃料油	5893	5200	4771	3602	6.09	8.56	57.10	-60.80
重质油	--	4698	--	--	--	10.49	--	--
进口铁矿砂	--	562	472	--	--	76.46	21.90	--
化工产品	--	--	7976	5014	--	--	7.94	3.78
铜	--	--	39895	7660	--	--	4.73	10.47
液化气	--	--	--	3270	--	--	--	3.84
海产品	--	--	--	161	--	--	--	32.69

资料来源：公司提供

注：部分批发商品数量较少、收入规模较小或无业务持续性，未在本表列示。

表 8 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	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、中艺华海进出口有限公司	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
进口铁矿砂	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

（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 2.28 亿元，占公司主营业务收入的 2.28%，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。

5. 未来发展

从发展规划来看，公司未来仍以城市运营、商贸流通和现代服务板块为主营业务。城市运营板块，公司的业务结构正在向建立全产业链组合发展，以一级开发为基础，大力发展二级开发，并拓展优质资产管理及运营，拟建项目见表 9。公司拟建项目总投资 30.73 亿元，

2016~2018 年公司预计分别投入 5.58 亿元、8.71 亿元和 9.18 亿元。区域布局上，公司在深耕珠海的同时，将整合华发集团资源，扩大城市运营板块覆盖范围，实现 2~3 个异地城市突破。同时公司将注重品牌打造，提升品牌知名度和竞争力。

表 9 截至 2016 年 6 月底公司拟建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设内容	预计建设期	总投资	已投资	未来投资计划			
						2016	2017	2018	2019
1	珠海国际会展中心城市绸带二期	项目位于珠海十字门中央商务区内，项目定位为以特色餐饮、精品购物及休闲娱乐为主，兼顾商务与酒店配套的区域特色商业项目。	2016~2017	29000	3871	10322	14807	--	--
2	金湾航空新城国际商务中心项目	项目位于珠海金湾航空新城内，建设内容包括写字楼、酒店、公寓及商业配套设施。	2016~2019	195000	38400	29250	39000	58500	41150
3	拱北口岸综合商务中心	项目位于拱北口岸改扩建入境联检楼与城轨珠海站之间，主要功能包括：海关、边检部门的办公、查验场所以及酒店、商业设施。	2017~2018	83264	473	16181	33305	33305	--
合计				307264	42744	55753	87112	91805	41150

资料来源：公司提供

商贸流通板块，公司将集中精力发展能源产品（油品、化工产品类）、有色金属矿产品、农产品等大宗商品，加大力度拓展高附加值电子产品的出口及转口业务，做好以钢铁等建筑材料为主的建筑材料业务。内部优化管控、人力资源配置，外部精心开拓主营产品业务，积极探索外贸新业态，同时做好风险控制与客户维护的平衡。

现代服务板块，公司将依托珠海区位优势和经济产业资源，充分整合和利用华发集团多年发展过程中累积起的市场及客户资源，引入专业化国际知名品牌与团队，运用“互联网+”模式实现产业创新及跨界融合，打造具有华发特色及市场影响力的管理品牌，实现轻资产扩张。

整体来看，未来公司投资规模较大，但公司是珠海市的主要城市运营商，现代服务、城市运营和商贸流通三大业务板块布局形成，定位明确，对公司持续发展形成有力支撑。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2013~2015 年合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2016 年上半年财务数据未经审计。

公司成立于 2012 年 7 月 31 日，2013 年 12 月 11 日，经珠海市国资委批准（珠国资

【2013】435号),公司母公司华发集团进行股权梳理,公司被确立为母公司架构内的城市综合服务板块主体,并获得了相关公司的股权划拨;同时,公司于2013年新设子公司10家,通过股权收购并入子公司1家(珠海市海润房地产开发有限公司,公司持股55%)。2014年公司新设珠海华发商务招商运营管理有限公司等6家子公司并通过股权收购方式将珠海市海川地产有限公司、珠海市高新总部基地建设发展有限公司纳入合并范围。2015年,公司新增珠海华熠开发建设有限公司、珠海华发高新港口物流有限公司、珠海华昇开发建设有限公司等5家纳入合并范围的子公司,同时珠海华港建设有限公司不再纳入合并范围。截至2015年底,纳入合并范围的子公司合计47家。2016年上半年,公司原子公司海川地产因股权转让不再纳入合并范围,合并范围新增一家公司为广州铨发汽车贸易有限公司。公司提供的2013年财务数据为基于重组后纳入公司合并范围的子公司的模拟值,且公司合并范围变化较大,对财务数据的可比性有一定影响。

截至2015年底,公司合并资产总额为526.81亿元,所有者权益为227.35亿元(其中少数股东权益30.98元);2015年,公司实现营业收入102.70亿元,实现利润总额9.54亿元。

截至2016年6月底,公司合并资产总额为590.33亿元,所有者权益为228.04亿元(其中少数股东权益30.87亿元);2016年1~6月,公司实现营业收入48.41亿元,实现利润总额2.05亿元。

2. 资产质量

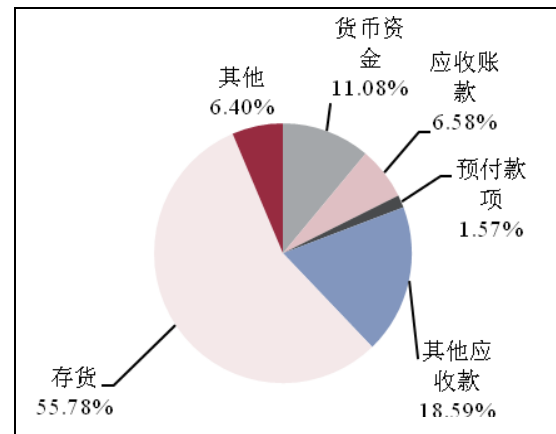
2013~2015年,公司资产规模快速增长,年均复合增长48.58%。截至2015年底,公司流动资产占85.14%,非流动资产占14.86%,公司资产以流动资产为主。

流动资产

2013~2015年,公司流动资产增长较快,

年均复合增长40.55%。截至2015年底,公司流动资产合计448.52亿元,同比增长26.76%,主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金(占11.08%)、应收账款(占6.58%)、其他应收款(占18.59%)和存货(占55.78%)构成。

图4 截至2015年底公司流动资产构成情况



资料来源:公司审计报告

2013~2015年,公司货币资金年均复合增长96.19%,截至2015年底,公司货币资金为49.69亿元,同比增长122.60%,主要系公司进行债务融资、金融机构借款及销售回款增加所致。货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成,其中银行存款占99.76%。公司货币资金中受限资金1.22亿元,为短期借款及应付票据提供质押担保。

2013~2015年,公司应收账款快速增长,年均复合增长15.62%,截至2015年底,公司应收账款为29.53亿元,同比增长0.41%,组成主要为对珠海市财政局、珠海市金湾区财政局等政府部门应收款。从账龄看,账龄在1年以内的应收账款占96.67%,1~2年的占3.18%,2~3年的占0.15%,账龄较短;从集中度来看,应收账款前五名的客户占应收账款余额的80.05%,应收账款集中度较高,但考虑主要为应收政府机构款项,款项回收风险不大。截至2015年底,公司对应收账款计提坏账准备0.19万元。

2013~2015年,公司预付款项快速增长,

年均复合增长 84.36%。截至 2015 年底，公司预付款项为 7.05 亿元，同比增长 175.71%，增长主要来自贸易业务预付的货款。公司预付款项主要为预付货款及预付四川信托有限公司股权收购款（1.42 亿元，对子公司十字门国际会展中心建设有限公司股权融资的回购款）。

2013~2015 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 1627.47%，增长主要来源于与华发集团往来款的增加；截至 2015 年底，公司其他应收款为 83.37 亿元，同比增长 92.87%，其中与股东华发集团往来款 69.97 亿元。从账龄看，账龄在 1 年以内的其他应收款占 87.47%，1~2 年的占 12.41%，2~3 年的占 0.04%，3 年以上的占 0.08%，账龄较短。

2013~2015 年，公司存货持续增长，年均复合增长 14.84%，主要系公司城市运营板块开发规模不断扩大所致。截至 2015 年底，公司存货为 250.17 亿元，构成主要为公司城市运营板块开发项目成本（占 99.72%）；公司存货中 179.32 亿元受限，占比 71.68%，资产受限比例较高，主要为公司为母公司华发集团等融资提供抵押担保所致。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 28.33 亿元，同比增长 18.05%，全部为委托贷款。其中贷款单位主要为珠海华金投资控股有限公司（17.57 亿元）、深圳华金瑞盈股权投资基金管理有限公司（6.18 亿元）和北京华金瑞盈投资管理有限公司（2.40 亿元）。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 160.13%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 78.29 亿元，主要由长期股权投资（占 6.63%）、投资性房地产（占 66.95%）和固定资产（占 24.55%）构成。

2013~2015 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 26.78%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 5.19 亿元，同比增长 75.28%，主要系公司根据股东会决议，从二级市场购买珠海华发实业股份有限公司 963.64

万股所致。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 52.41 亿元，同比增长 102.27%，主要系子公司珠海十字门中央商务区建设控股集团有限公司开发的酒店等资产达到预定可使用状态并对外出租，从开发成本中转入投资性房地产所致。

2013~2015 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 201.98%，主要由房屋及建筑物（占 98.96%）构成。截至 2015 年底，公司固定资产为 19.22 亿元，同比增长 82.41%，主要系子公司珠海华发人才公馆保障房建设有限公司开发的保障房项目完成后转入固定资产核算所致。该项目系珠海市政府授权公司融资建设、营运和管理的人才公馆项目，建成后产权归公司长期持有。

截至 2016 年 6 月底，公司资产总额为 590.33 亿元，较 2015 年底增长 12.06%，增幅主要来自货币资金和其他流动资产的增长。结构方面，流动资产占比小幅增长至 86.26%，非流动资产占 13.74%。2016 年上半年由于公司发行债券资金到位及公司新增委托贷款，公司货币资金较 2015 年底增长 54.64%，其他流动资产较 2015 年底增长 760.96%，主要为公司向母公司华发集团发放委托贷款 50.00 亿元所致。公司委托贷款发放对象主要为珠海华发集团子公司或关联方，回收风险较小。

总体看，公司资产以流动资产为主，其中其他应收款、存货和其他流动资产占比较大，华发集团往来款规模大，存货抵押比率较高，公司资产质量一般，流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长 13.95%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 227.35 亿元，同比增长 19.05%，增长主要来自公司 2015 年 12 月发行的永续中票“15 珠海华发 MTN003”28 亿元，并计入其他权益工具中，已计入长期债务核

算。其中实收资本、资本公积、其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比分别为 5.09%、72.18%、14.26%、8.47% 和 13.63%。

根据《关于无偿划转珠海情侣海岸建设有限公司等企业股权的处理意见》，（珠国资【2015】432 号）和同一控制下企业合并准则要求，公司将珠海华发华盛建设有限公司、珠海华发华毓投资建设有限公司、珠海华昕开发建设有限公司和珠海华发高新港口物流有限公司自 2014 年 1 月 1 日纳入公司合并范围，珠海华港建设有限公司自 2014 年 1 月 1 日不再纳入公司合并范围，上述事项对 2015 年期初净资产影响见表 10。截至 2015 年底，公司资本公积 141.74 亿元。

表 10 股权无偿划转事项对公司净资产影响
(单位: 亿元)

科目	2014 年底数	追溯调整后 2015 年期初数
资本公积	140.72	141.74
未分配利润	10.26	10.22
合计	150.98	151.96

资料来源: 公司审计报告

截至 2016 年 6 月底，公司所有者权益合计 228.04 亿元，较 2015 年底变动不大。其中归属于母公司的所有者权益 197.17 亿元，少数股东权益 30.87 亿元，所有者权益具体构成较 2015 年底变化不大。

负债

2013~2015 年，公司负债快速增长，年均复合增长 117.10%，截至 2015 年底，公司负债总额 299.46 亿元，同比增长 47.31%，增长主要来自短期借款、应付账款、其他应付款和应付债券的增长。公司流动负债占 54.46%，非流动负债占 45.54%，公司负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 163.07 亿元，主要由短期借款（占 31.43%）、应付账款（占 47.91%）和其他应付款（占 8.80%）构成。

2013~2015 年，公司短期借款快速增长，

年均复合增长 154.74%。截至 2015 年底，公司短期借款为 51.25 亿元，同比增长 95.06%，主要系 2015 年增加子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司与平安银行股份有限公司珠海分行签订股权质押合同借款 10.00 亿元所致。公司短期借款主要为保证借款 29.61 亿元、质押保证借款 10.00 亿元和信用借款 5.60 亿元。

2013~2015 年，随着公司业务开展，应付账款快速增长，年均复合增长 139.53%。截至 2015 年底，公司应付账款为 78.13 亿元，构成主要为应付工程款和货款。

2013~2015 年，公司其他应付款有所波动，年均复合变动-14.21%。截至 2015 年底，公司其他应付款 14.36 亿元，主要为与香港华发投资控股有限公司的往来款。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 180.36%，截至 2015 年底，公司非流动负债合计 136.38 亿元，主要由长期借款和应付债券构成。

2013~2015 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 126.95%。截至 2015 年底，公司长期借款为 73.25 亿元，同比增长 13.62%，主要系公司需要长期稳定的资金支持项目建设，因此加大长期资金的融资力度所致；其中保证借款 19.65 亿元，抵押借款 14.53 亿元，抵押担保借款 37.87 亿元，信用借款 1.20 亿元

截至 2015 年底，公司应付债券 47.81 亿元，同比增长 60.16%，组成为公司于 2014 年 10 月发行的 30 亿元中期票据“14 珠海华发 MTN001”、2015 年 1 月发行的“15 珠海华发 MTN001”8 亿元、2015 年 3 月发行的“15 珠海华发 MTN002”7 亿元和 2015 年 12 月发行的“15 珠海华发 SCP001”3 亿元，其中公司发行的超短期融资券已纳入短期债务及相关指标计算。

截至 2015 年底，公司长期应付款 10.76 亿元，组成为公司子公司珠海华发物业管理服务有限公司 2015 年发行的资产支持证券，已

计入长期债务核算。

截至2016年6月底,公司负债规模较2015年底增长20.98%,为362.29亿元,主要来自应付债券的增长。截至2016年6月底,公司其他应付款1.75亿元,较2015年底下降87.81%,主要系与香港华发投资控股有限公司往来款减少;应付债券较2015年底增长187.58%,主要为公司2016年1月发行的“16珠海华发SCP001”17亿元、“16珠海华发SCP002”10亿元、2016年2月发行的“16珠海华发SCP003”10亿元、2016年3月发行的“16华综01”25亿元、“16华综02”15亿元、2016年6月发行的“16珠海华发SCP004”13亿元和2016年9月发行的“16珠海华发MTN001”20.00亿元。

债务指标计算时,将公司资产支持证券和永续中期票据计入公司全部债务计算,并将公司应付债券中超短期融资券调整为短期债务。经此调整后,2013~2015年,公司债务规模快速增长,年均复合增长率199.77%,截至2015年底,公司全部债务合计218.50亿元,其中短期债务占28.22%,长期债务占71.78%。

从负债指标看,2013~2015年,公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均呈上升趋势,截至2015年底公司资产负债率、公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为56.84%、52.29%和44.03%。

经调整后,截至2016年6月底,公司全部债务合计313.31亿元,其中长期债务173.93亿元,长期债务占比有所下降,公司资产负债率、公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为61.37%、61.03%和46.51%,公司债务负担有所加重。

总体看,近年来公司债务规模快速增长,有息债务以长期债务为主,公司整体债务负担偏高。

4. 盈利能力

2013~2015年,公司营业收入年均复合增

长61.19%,2015年为102.70亿元,营业收入以土地一级开发和大宗商品批发收入为主;营业成本近三年年均增长60.21%,增速略低于同期收入增长,2015年为81.38亿元。

公司期间费用主要为管理费用和财务费用,由于公司近年业务规模扩大和债务规模上涨带来的管理费用和财务费用上涨,2013~2015年公司期间费用率分别为6.14%、7.95%和10.59%,呈持续增长趋势。公司期间费用控制能力有待加强。

公司营业外收入和支出规模不大,2015年分别为533.21万元和58.74万元。2013~2015年公司分别实现利润总额4.61亿元、9.75亿元和9.54亿元。

盈利指标方面,公司营业利润率有所增长、总资本收益率持续增长、净资产收益率近三年呈波动趋势,加权平均值分别为18.89%、3.04%和2.78%,2015年分别为19.37%、4.18%和2.85%。

2016年1~6月,公司实现营业收入48.41亿元,同比增长53.89%,营业利润率为14.16%,利润总额为2.05亿元。

整体看,随着公司土地一级开发和商贸流通业务的不断开展,公司营业收入规模持续增长;公司总资本收益率和净资产收益率指标较低,公司整体盈利能力偏弱。

5. 现金流

从经营活动来看,2013~2015年,公司经营活动产生的现金流入量增长较快,年均复合增长率32.86%。2015年,公司经营活动产生的现金流入量为112.14亿元,其中购买商品、提供劳务收到的现金为108.79亿元,收到其他与经营活动有关的现金3.21亿元,构成主要为往来款。从收入实现质量指标看,2013~2015年,公司现金收入比分别为79.32%、98.96%和105.93%,收入实现质量不断提高。2013~2015年,公司经营活动现金流出增长较快,且增速快于经营活动现金流入,年均复合增长率

48.27%。2015年,公司经营活动现金流出120.40亿元,其中购买商品、接受劳务支付的现金106.03亿元,支付其他与经营活动有关的现金为5.52亿元(主要为往来款)。2013~2015年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为8.76亿元、-13.81亿元和-8.26亿元。

从投资活动来看,2013~2015年公司投资活动现金流入快速增长。2015年,公司投资活动现金流入42.10亿元,较2014年增长140.32%,构成以收回投资产生的现金为主,主要为收回委托贷款。公司近三年投资活动现金流出持续减少,2015年投资活动现金流出65.12亿元,主要为购置固定资产、无形资产支付的现金19.64亿元和投资支付的现金45.44亿元(主要为发放委托贷款)。2013~2015年,公司投资活动产生的现金流量净额分别为-58.87亿元、-31.31亿元和-23.01亿元。

2013~2015年,公司筹资活动前现金流量净额分别为-50.11亿元、-45.12亿元和-31.27亿元,公司对外筹资需求大。

筹资活动方面,2013~2015年,公司筹资活动现金流入快速增长,年均复合增长70.48%。2015年公司筹资活动现金流入231.63亿元,其中吸收投资收到的现金1.03亿元(为子公司吸收少数股东投资),发行债券取得的现金45.92亿元、取得借款收到的现金154.26亿元和收到其他与筹资活动有关的现金30.42亿元(主要为发行ABS证券和收到借款取得的现金);筹资活动现金流出中偿还债务支付的现金119.61亿元,分配股利、利润或偿付利息支付15.95亿元和支付其他与筹资活动有关的现金36.77亿元。2013~2015年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为50.15亿元、53.52亿元和59.31亿元。

2016年1~6月,公司经营活动现金流量净额为-7.44亿元,其中销售商品、提供劳务收到

的现金72.88亿元,现金收入比150.54%,公司收到与支付其他经营活动有关现金流分别为1.49亿元和2.24亿元,主要为往来款;投资活动2016年上半年流入15.28亿元,流出为67.38亿元,主要为委托贷款收到和支付的现金。筹资活动现金流入139.60亿元,主要为取得借款收到的现金,筹资活动现金流量净额85.19亿元。

总体看,经营活动产生的现金流量净额存在较大波动,且投资活动现金流出规模较大,考虑到公司未来项目投资较大,公司对外部融资需求较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2013~2015年,公司流动比率持续下降,速动比率持续增长,截至2015年底分别为275.04%和121.63%。截至2016年6月底,公司流动比率和速动比率分别为291.48%和151.86%,较上年底有所上升。2013~2015年,公司经营活动净现金流波动较大,经营现金流动负债比分别为18.97%、-13.10%和-5.70%。考虑到公司短期债务规模较大,公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看,2013~2015年,公司EBITDA持续增长,分别为5.53亿元、14.20亿元和22.21亿元。2013~2015年,公司全部债务/EBITDA分别4.34倍、9.27倍和9.84倍。考虑到珠海市政府和母公司华发集团对公司的大力支持,以及公司拥有的土地资源,公司整体偿债压力尚可。

截至2016年6月底,公司对外担保总额合计69.43亿元,担保比率为30.44%,全部为公司子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以自有土地对华发集团、铨创投资和珠海中冶置业有限公司提供担保,(如下表所示),对外担保额度较大,存在一定的或有负债风险。

表 11 公司截至 2016 年 6 月底对外担保明细

担保人	债务人	债权人	担保类型	担保金额
十字门公司	珠海华发集团有限公司	中融国际信托	抵押+股权质押	6.00

	珠海华发集团有限公司	平安银行	抵押担保	6.33
	珠海铎创投资管理有限公	中融国际信托	抵押	2.10
	珠海华发集团有限公司	中融国际信托	抵押+股权质押	5.00
	珠海华发集团有限公司	厦门国际银行	抵押	10.00
	珠海中冶置业有限公司	建设银行	抵押	40.00
	合计			69.43

资料来源：公司提供

截至 2016 年 6 月底，公司共获得各银行授信额度 194.87 亿元，尚未使用额度 97.12 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码证：G1044040200879080J），截至 2016 年 10 月 17 日，公司无未结清不良和关注类贷款，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为主要的珠海市城市运营商，市场定位明确；珠海市政府和母公司华发集团对公司支持力度大；同时，考虑到公司自身经营和财务状况，公司整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度为 22 亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务工具特征接近，故将其全部作为有息债务进行分析，发行后将在现有债务的基础上增加 22 亿元有息债务。公司拟发行本期中期票据 22 亿元，占 2016 年 6 月底公司调整后长期债务的 12.65%，占调整后全部债务的 7.02%，对公司现有债务有一定影响。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司计划发行本期中期票据 22 亿元，公司有权在本期长期限含权中期票据发行第 5 年及之后每年的约定赎回日进行赎回。2013~2015 年，公司 EBITDA 值分别为本期中期票据拟发行额度的 0.25 倍、0.65 倍和 1.01 倍。

EBITDA 值对本期中期票据的覆盖能力一般。

2013~2015 年，公司经营活动的现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的 2.89 倍、3.94 倍和 5.10 倍。2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为 8.76 亿元、-13.81 亿元和 -8.26 亿元，2014 和 2015 年经营活动现金净流量对本期中期票据不具保障能力，2013 年为本期中期票据拟发行额度的 0.40 倍。总体看，公司经营活动现金流入量规模大，对本期中期票据保障能力较强。通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十、结论

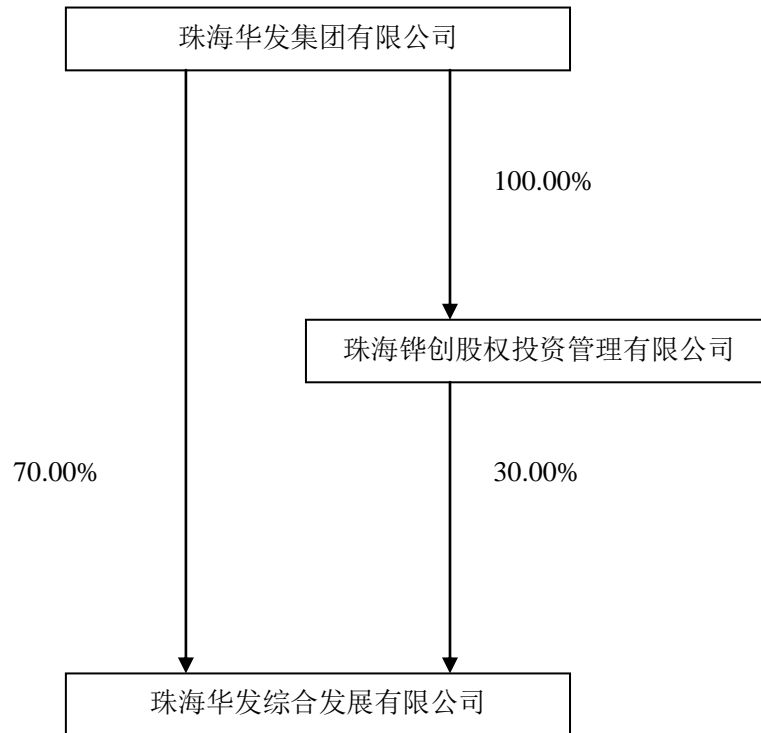
珠海市经济和财政实力近年不断增强，为公司的发展创造了良好的外部环境。横琴新区是粤港澳紧密合作的新载体和示范区，开发建设的政治经济意义突出，公司作为横琴新区核心功能区的城市运营商，战略地位突出，获得的政府支持力度大。

受政府注资、股权划转影响，公司资产规模快速增长，构成以应收款项和存货为主，存货抵押比率较高，公司资产质量和流动性一般。负债方面，近年来公司债务规模快速增长，有息债务结构调整以长期债务为主，公司整体债务负担尚可。公司处于项目开发建设期，营业收入中大宗商品批发收入占比大，拉低了公司的盈利指标，公司整体盈利能力弱。随着十字门中央商务区和金湾区土地出让和项目的滚动开发，土地一级开发收益分成与项目投资规模有望实现动态平衡，公司对外融资压力

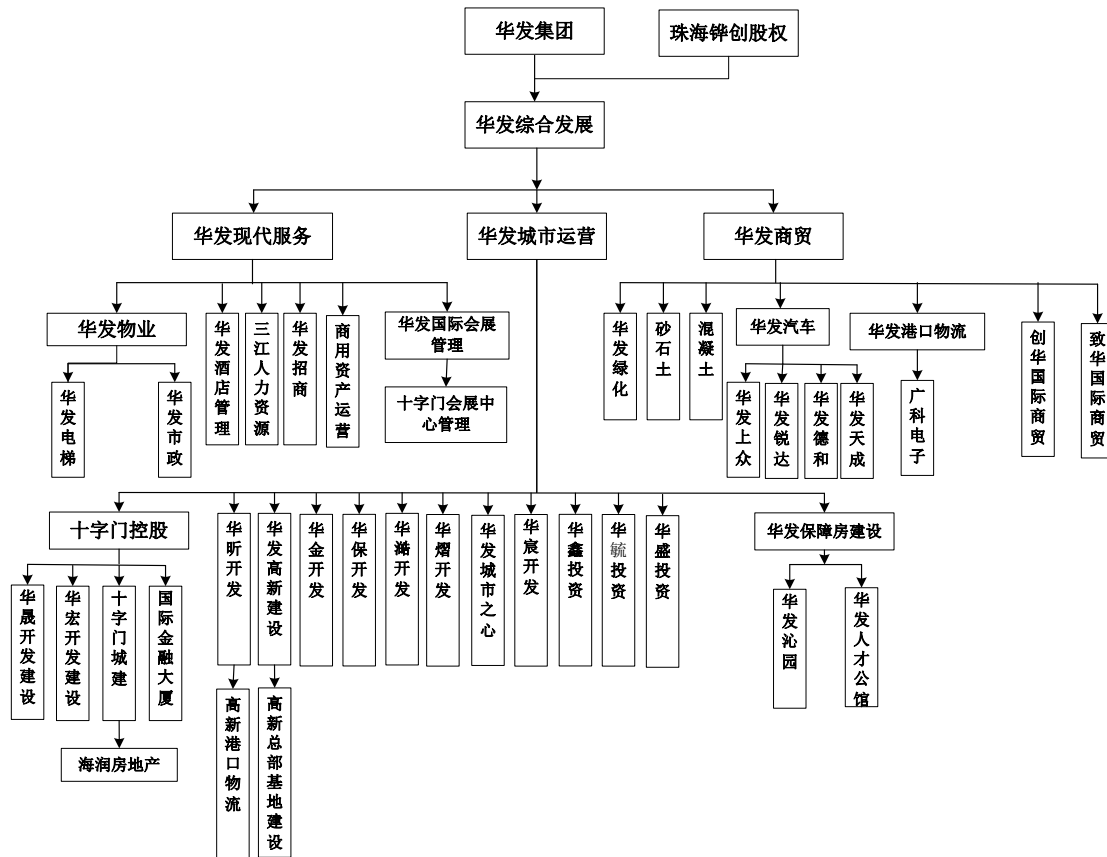
有望缓解，营业收入规模和盈利能力有望提升。总体看，公司主体信用风险很低。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点。本期中期票据发行额度对公司现有债务影响有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较强。综合考虑公司主体信用状况和未来收入的成长性以及政府和母公司对公司的支持，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

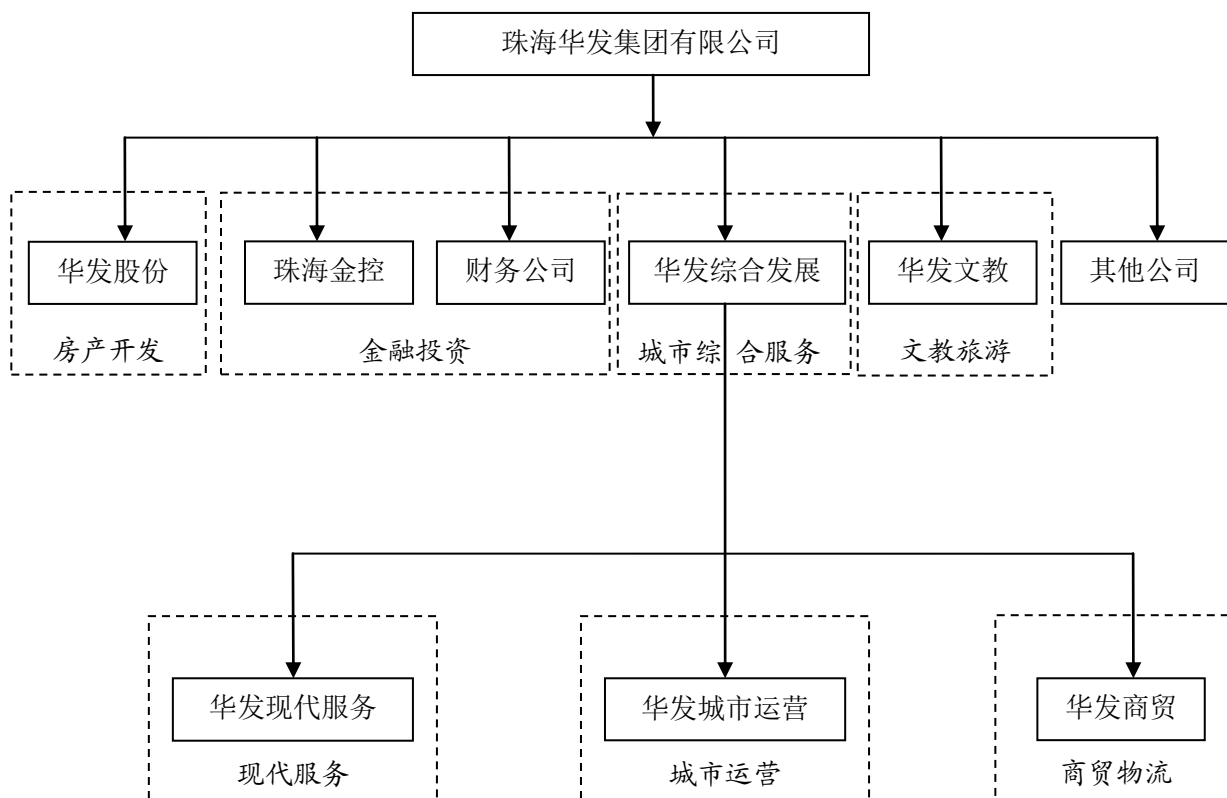
附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 1-3 华发集团业务布局情况



附件 2 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.91	22.51	49.71	76.83
资产总额(亿元)	238.62	394.25	526.81	590.33
所有者权益(亿元)	175.08	190.97	227.35	228.04
短期债务(亿元)	9.76	37.31	58.67	89.37
长期债务(亿元)	14.22	94.33	121.07	171.71
全部债务(亿元)	23.98	131.64	179.73	261.08
调整后全部债务(亿元)	23.98	131.64	218.50	313.31
营业收入(亿元)	39.53	83.89	102.70	48.41
利润总额(亿元)	4.61	9.75	9.54	2.05
EBITDA(亿元)	5.53	14.20	22.21	--
经营性净现金流(亿元)	8.76	-13.81	-8.26	-7.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.47	3.25	3.47	--
存货周转次数(次)	0.25	0.31	0.34	--
总资产周转次数(次)	0.21	0.27	0.22	--
现金收入比(%)	79.32	98.96	105.88	150.54
营业利润率(%)	17.77	19.54	19.37	14.16
总资本收益率(%)	1.97	3.22	4.26	--
净资产收益率(%)	1.92	3.58	2.85	--
长期债务资本化比率(%)	7.51	33.06	34.75	42.95
调整后长期债务资本化比率(%)	7.51	33.06	44.03	46.51
全部债务资本化比率(%)	12.05	40.80	44.15	53.38
调整后全部债务资本化比率(%)	12.05	40.80	52.29	61.03
资产负债率(%)	26.63	51.56	56.84	61.37
流动比率(%)	491.59	335.53	275.04	291.48
速动比率(%)	80.87	115.41	121.63	151.86
经营现金流流动负债比(%)	18.97	-13.10	-5.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.46	2.18	1.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.34	9.27	8.09	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.34	9.27	9.84	--

注：公司成立于 2012 年，并于 2013 年 12 月进行重组，故 2013 年财务数据为基于子公司的模拟值；公司 2016 年上半年财务数据未经审计；调整后全部债务包括全部债务、资产支持证券和永续中期票据。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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 4-1 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。

联合资信评估有限公司关于 珠海华发综合发展有限公司 2016 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

珠海华发综合发展有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。珠海华发综合发展有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，珠海华发综合发展有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注珠海华发综合发展有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现珠海华发综合发展有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如珠海华发综合发展有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送珠海华发综合发展有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一六年十月十一日

