

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]576 号

珠海华发综合发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对珠海华发综合发展有限公司主体长期信用状况和发行的“16 华综 01”和“16 华综 02”进行了跟踪评级，确定：

珠海华发综合发展有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

珠海华发综合发展有限公司发行的“16 华综 01”和“16 华综 02”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六 月 八 日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

珠海华发综合发展有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+

上次评级结果：AA+

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 华综 01	25 亿元	5 年	AA+	AA+	2015 年 9 月 23 日
16 华综 02	15 亿元	5 年	AA+	AA+	2015 年 9 月 23 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 8 日

主要财务数据：

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	395.38	526.81	613.22
所有者权益（亿元）	191.93	227.35	228.65
长期债务（亿元）	94.33	131.83	216.76
全部债务（亿元）	131.64	190.50	288.92
营业收入（亿元）	83.89	102.70	22.53
净利润（亿元）	6.80	6.48	1.58
EBITDA（亿元）	14.17	22.21	--
经营性净现金流（亿元）	-13.95	-8.26	-8.81
营业利润率（%）	19.54	19.37	27.26
净资产收益率（%）	--	3.09	0.69
资产负债率（%）	51.46	56.84	62.71
全部债务资本化比率（%）	40.68	45.59	55.82
流动比率（倍）	3.36	2.75	3.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.98	2.04	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.35	0.56	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、公司 2016 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2015 年，珠海华发综合发展有限公司（以下简称“综合发展”和“公司”）经营状况良好，土地一级开发与大宗商品批发业务仍是公司主要的收入来源。公司部分项目为珠海市重点开发项目，项目开发规模较大，且公司具有资产质量较好、债务负担较低等优势。同时，联合评级也关注到公司在建项目投资规模较大，存在较大的资金压力以及大部分业务板块盈利能力均有不同程度下降等因素给公司信用水平带来不利影响。

未来公司依托城市运营板块、商贸物流板块和现代服务板块的均衡发展，整合区域资源，进一步提升公司的品牌优势与盈利能力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 华综 01”和“16 华综 02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司是珠海市内大型的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合性公司，2015 年，公司在珠海市内仍具有较强的业务垄断优势。

2. 2015 年，土地一级开发业务和大宗商品批发业务仍是公司营业收入的主要增长点，公司收入规模保持稳定增长。

3. 2015 年，公司资产规模增长较快，资产结构以流动资产为主，资产质量较好，且公司债务负担不高，未来公司仍有一定的融资空间。

关注

1. 2015 年，公司处于项目建设高峰期，投资规模较大，且公司债务规模增长加快，公司仍有一定的资金压力。

2. 2015 年，公司业务板块除汽车销售及

大宗商品批发外，各业务板块收入规模均有不同程度的下滑，公司整体盈利能力有待提升。

3. 2015 年，公司经营活动及投资活动净现金流均表现为净流出，公司依赖于筹资活动产生的现金流，公司融资压力较大。

4. 2015 年，公司对外担保规模额度较大，公司有一定的或有负债风险。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

岳俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

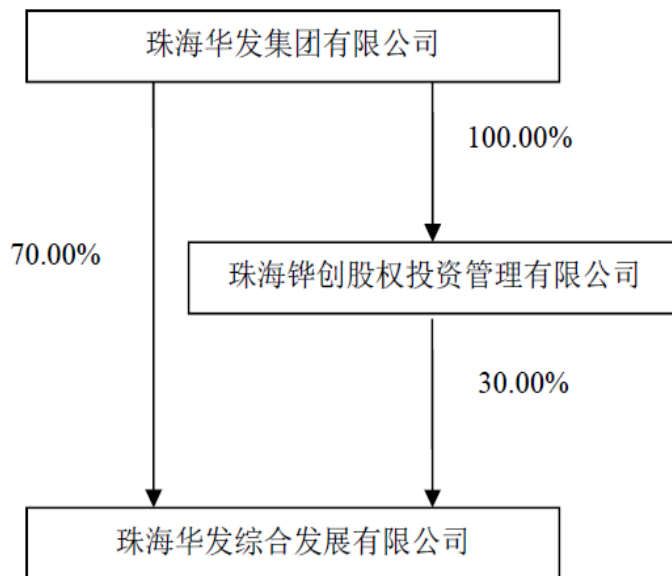
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

珠海华发综合发展有限公司（以下简称“综合发展”或“公司”）是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，由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”）合资成立的，初始注册资本为 300.00 万元。2014 年 4 月经珠海市国资委[2015]105 号文核准，华发集团以资本公积转增 60,000 万元，以货币资金出资增加投资 9,790 万元，铎创投资以货币出资增加投资 29,910 万元，增资完成后公司注册资本由 300.00 万元增加至 100,000 万元。截至 2015 年末，公司注册资本 100,000 万元，公司控股股东为华发集团，实际控制人为珠海市国资委。

图 1 截至 2015 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2015 年末，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；拥有纳入合并范围的子公司 47 家。截至 2015 年末，公司拥有在职员工 5,476 人。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 526.81 亿元，负债合计 299.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）227.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 196.37 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 102.70 亿元，净利润（含少数股东损益）6.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 28.03 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 613.22 亿元，负债合计 384.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）228.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益 197.59 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 22.53 亿元，净利润（含少数股东损益）1.58 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.81 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.10 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；法定代表人：席晓乐。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司向合格投资者公开发行面值不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元）的债券已经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]2866 号”文批准。本次债券发行工作已于 2016 年 3 月 14 日结束，实际发行规模 40 亿元，其中品种一（5 年期，含第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，证券代码：136247，简称：16 华综 01）发行规模 25 亿元，最终票面利率为 3.24%；品种二（5 年期，证券代码：136281，简称：16 华综 02）发行规模 15 亿元，最终票面利率为 3.57%。

“16 华综 01”的票面利率在存续期内前 3 年固定不变；在存续期的第 3 年末，如公司行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加调整基点，在债券存续期后 2 年固定不变。“16 华综 02”的票面利率在存续期内固定不变。

表 1 截至 2016 年 3 月末公司债券发行情况（单位：亿元、%）

债券名称	发行规模	票面利率	发行期限
16 华综 01	25.00	3.24	5 年
16 华综 02	15.00	3.57	5 年
合计	40.00	--	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月末，“16 华综 01”与“16 华综 02”未到付息兑付日期，无付息兑付情况发生。

“16 华综 01”与“16 华综 02”募集资金用途均为补充公司营运资金。截至 2016 年 5 月末，“16 华综 01”与“16 华综 02”资金已按照募集用途偿还金融机构借款 20.00 亿元，尚未使用金额 20.00 亿元。

三、行业分析

公司主营业务主要包括城市运营板块、商贸物流板块和现代服务板块。其中城市运营以土地一级开发为主，商贸物流主要为大宗商品贸易，现代服务主要为物业、会展及酒店服务，公司主营业务占比较高的为城市运营板块和商贸物流板块。

1. 土地市场概况

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。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，土地就会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进”土地，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融资，一级开发主体提供担保责任。

表2 目前土地一级开发融资来源对比情况

融资方式	现状 (在全部资金来源中的比重)	趋势 (在全部资金来源中的比重)
财政拨款	比重很小	增长空间有限
银行贷款	比重很大	有所减小
吸收直接投资	占有一定比重	增长空间有限
发行股票	比重很小	增长空间有限
发行债券	--	增长空间较大
商业信用	占有一定比重	有所减少
基金、信托等	比重很小	增长空间很大

资料来源：联合评级整理

2015年全国土地市场整体供求较往年呈进一步下降趋势，全国300个城市共计土地成交量与出让金均低于去年同期水平，全国土地成交量为8.57亿平方米，较去年同期下降21%，土地出让金为2.18万亿元，同比下降10%。2015年上半年，土地市场受供需走低影响低迷，主要指标普遍下行，各县城市均呈下降趋势；2015年下半年，品牌房企强化重点城市布局，拿地规模逐渐回升，土地市场供求量同比降幅收窄，同时受成交结构影响，整体楼面均价持续上涨。

表3 2013年~2015年全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

	2013年	2014年	2015年
推出面积	177,964	135,659	113,235
同比	13	-24	-18
成交面积	143,569	104,032	85,671
同比	20	-28	-21
出让金	31,305	23,412	21,793
同比	61	-25	-10
楼面均价	1,174	1,234	1,384
同比	25	5	14
土地平均溢价率	16	10	16
同比	上升8个百分点	下降6个百分点	上升6个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理

从各类用地的供求结构来看，2015年工业用地供求量仍居各类用地之首，占比均超50%，商办类用地和其他用地基本持平，住宅类用地供应量继续下滑约三个百分点。尽管如此，住宅类用地出让金在楼面均价上涨的带动下，占比仍增加约四个百分点，达72%，商办类用地出让金占比降至20%。

2015年，全国300个城市成交楼面均价为1,384元/平方米，同比上涨14%。其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）成交楼面均价为2,223元/平方米，同比上涨24%；商办类用地成交楼面均价为1,699元/平方米，同比上涨12%。

2015年，全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年上升6个百分点。其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率21%，较上年上升9个百分点；商办类用地平均溢价率7%，较上年下降2个百分点。

总体看，2015年城市土地供需仍持续低位，受成交结构影响楼面均价有所上涨，一线城市出让金占比提升，2015年下半年土地交易市场开始回暖。

2. 贸易行业概况

2012 年以来, 在世界经济复苏明显放缓, 国内经济下行压力加大的形势下, 中国外贸进出口增速明显放缓。海关统计数据显示, 2015 年中国进出口总值 3.96 万亿美元, 同比下降 7.91%; 其中出口 2.28 万亿美元, 同比下降 2.56%; 进口 1.68 万亿美元, 同比下降 14.29%; 贸易顺差 5,945.04 亿美元, 同比扩大 55.44%。总体看, 自 2010 年开始, 中国进出口贸易增速出现明显放缓趋势, 2015 年则由增转降, 进出口增长乏力。2015 年中国贸易顺差达到 5,945.04 亿美元的峰值水平。顺差压力一方面源自出口的改善, 另一方面也反映出国内需求的疲软背景下进口增长未及预期。

国内贸易方面, 2011 年以来, 国内贸易保持了稳定增长的发展势头, 根据国家统计局最新数据, 2015 年全年社会消费品零售总额 300,931 亿元, 较上年增长 10.70%。按经营单位所在地统计, 2015 年全年城镇消费品零售额 258,999 亿元, 较上年增长 10.50%; 乡村消费品零售额 41,932 亿元, 较上年增长 11.80%。按消费类型分, 2015 年全年餐饮收入 32,310 亿元, 较上年增长 11.70%; 商品零售 268,621 亿元, 增长 10.60%。在限额以上企业商品零售额中, 粮油、食品、饮料、烟酒类零售额较上年增长 14.37%, 服装鞋帽、针纺织品类较上年增长 9.80%。

2015 年 11 月, 人民币正式加入 IMF 特别提款权 (SDR) 货币篮子, 人民币开始走向国际化, 人民币作为结算货币得到广泛应用, 有利于降低国内企业汇率风险, 提升了人民币对大宗商品的定价能力。2015 年 4 月 21 日, 中国 (厦门) 自由贸易试验区挂牌成立, 2015 年 4 月 23 日, 中国 (珠海) 自由贸易试验区挂牌成立, 根据《中国 (上海) 自由贸易试验区总体方案》(国发〔2013〕38 号) 要求, 自贸区按照先行先试、风险可控、分步推进、逐步完善的方式, 把扩大开放与体制改革相结合, 形成与国际投资、贸易通行规则相衔接的基本制度框架。

总体看, 在国内经济下行的情况下, 2015 年, 中国外贸进出口增速减缓, 国内贸易保持稳定增长, 随着人民币正式加入 SDR 一级自由贸易园区的建设, 将对贸易行业发展形成新的驱动。

3. 珠海市区域经济

公司位于广东省珠海市, 珠海市是中国五个经济特区之一, 享有独特的政策优势。2015 年, 珠海市全市实现地区生产总值 (GDP) 2,024.98 亿元, 同比增长 10.0%。其中, 第一产业增加值 46.63 亿元, 同比增长 3.0%; 第二产业增加值 1,006.01 亿元, 同比增长 10.2%; 第三产业增加值 972.34 亿元, 同比增长 10.0%。分区域看, 香洲、金湾和斗门三个行政区分别实现地区生产总值 1,329.02 亿元、420.10 亿元和 275.86 亿元, 分别较上年增长 9.3%、12.5%和 9.1%。

全市一般公共预算收入 269.96 亿元, 较上年增长 17.2%。其中, 税收收入 210.65 亿元, 同比增长 15.7%。全年一般公共预算支出 388.77 亿元, 同比增长 39.2%。全市规模以上企业实现工业总产值 4,003.04 亿元, 较上年增长 10.9%。在规模以上工业企业中, 集体企业产值 3.84 亿元, 较上年下降 13.6%, 股份制企业产值 1,775.79 亿元, 增长 13.0%, 港澳台及外商投资企业产值 2,223.16 亿元, 较上年增长 9.4%。2015 年, 全市社会消费品零售总额 913.20 亿元, 较上年增长 12.0%。其中, 批发业零售额 198.56 亿元, 增长 11.5%; 零售业零售额 610.82 亿元, 增长 11.3%。

总体看, 珠海市所处地理位置优越, 经济较 2014 年保持稳定增长, 财政实力稳步增强, 地区经济活力较好。

四、管理分析

2015 年, 公司董事、监事、高级管理人员未发生变更, 高管及核心技术人员稳定, 主要管理制度连续, 管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

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。从公司业务构成情况来看，公司业务分类较多，涵盖物业管理、汽车销售、土地一级开发、大宗商品批发等，在公司业务中，土地一级开发和大宗商品批发业务为公司主要收入来源。

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，2015 年，公司实现主营业务收入 99.73 亿元，较 2014 年增长 20.28%。土地一级开发与大宗商品批发板块营业收入规模较大，2015 年，分别为 38.17 亿元和 53.37 亿元，占比分别为 38.28%和 53.37%，仍然为公司主要的收入来源；土地一级开发与大宗商品批发分别较 2014 年增长 21.46%和 21.12%。近年，公司成功拓展转型升级业务，接管高新区、横琴新区市政管养业务，公司物业服务营业收入快速增长，2015 年，公司物业营业收入为 3.63 亿元，较 2014 年增长 26.36%。

表 4 2014~2015 年公司主营业务经营情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2014 年			2015 年			收入 变动	毛利率 变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
物业服务	2.88	3.47	25.14	3.63	3.64	22.43	26.36	-2.71
汽车销售	2.87	3.46	6.14	2.28	2.28	8.75	-20.58	2.61
土地一级开发	31.43	37.90	52.67	38.17	38.28	50.11	21.46	-2.56
工程施工	0.05	0.06	17.37	0.04	0.04	3.44	-27.40	-13.93
大宗商品批发	43.95	53.00	1.19	53.23	53.37	1.19	21.12	0.00
租赁收入	0.16	0.20	87.99	0.49	0.49	61.52	194.61	-26.47
停车场收入	0.20	0.24	14.89	0.21	0.21	-10.17	7.53	-25.06
混凝土销售	1.14	1.37	4.37	1.19	1.19	-2.93	4.42	-7.30
其他	0.25	0.30	13.74	0.50	0.50	8.46	99.53	-5.27
合计	82.91	100.00	22.00	99.73	100.00	21.12	20.28	-0.88

资料来源：公司提供

毛利率方面，2015 年，公司综合毛利率为 21.12%，较 2014 年小幅下降 0.88 个百分点。分版块来看，2015 年，公司除大宗商品批发及汽车销售业务外，其余各版块毛利率均较 2014 年有不同程度下滑。因公司控制贸易风险，调低盈利预期，使得大宗商品批发业务利润水平较低但较为稳定，2014~2015 年毛利率均为 1.19%；汽车销售业务毛利率为 8.75%，较 2014 年小幅增长 2.61 个百分点；2015 年，土地一级开发业务毛利率 50.11%，较 2014 年小幅下降 2.56 个百分点，毛利率水平仍然保持较好水平；2015 年物业服务毛利率为 22.43%，较 2014 年下降 2.71%，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。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.53 亿元，较上年同期增长 30.68%，主要系公司土地一级开发业务收入增长所致，其中，主营业务收入 22.22 亿元。

总体看，公司主营业务收入规模增长较快，大宗商品批发与土地一级开发占比较高，土地一级开发为公司最主要的盈利板块，2015 年公司除汽车销售及大宗商品批发业务外，其余各业务板块毛利率水平均有不同程度的下滑，但由于收入规模较小，对公司盈利能力影响不大。

2. 土地一级开发

公司一级土地开发业务主要包括十字门中央商务区一级土地开发、金湾航空新城一级土地开

发、保税区二期土地一级开发和珠海高新区北围一级土地开发等项目。

十字门中央商务区的开发建设主要由珠海十字门中央商务区建设控股有限公司（以下简称“十字门公司”）负责。十字门公司于 2009 年 7 月取得了十字门中央商务区内的土地一级开发资质，负责十字门中央商务区 5.77 平方公里的土地一级开发和市政基础设施建设及运营。截至 2015 年末，十字门公司总资产 325.76 亿元，所有者权益 160.67 亿元。

十字门公司每年结合公司现金流状况、市场销售及招商引资情况确定土地出让计划，并报批珠海市政府以招拍挂方式实施出让，政府出让土地时，挂牌文件上会载明受让土地的公司缴齐全部土地出让金的期限，该期限一般为 6~9 个月。政府收到土地出让金后，按照与公司的协议，先向公司支付 50%的土地出让收益，剩余部分待出让土地的周边路网及配套工程完工验收后，再由政府支付，整体账期一般为一年左右，不会超过两年。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。

截至 2016 年 4 月末，十字门中央商务区横琴片区和湾仔片区土地青苗补偿已完成，正在进行市政基础设施建设，横琴片区和湾仔片区土地一级开发规划总投资 84.00 亿元，已完成投资 46.50 亿元，尚需投资 37.50 亿元，如下表所示。

表 5 截至 2016 年 4 月末十字门中央商务区土地一级开发情况（单位：平方公里、万平方米）

项目	开发面积	规划建筑面积	总投资	已投资	计划开发年限
横琴片区	3.49	656	49.00	41.00	至 2019 年
湾仔片区	2.28	424	35.00	5.50	至 2019 年
合计	5.77	1,080	84.00	46.50	--

资料来源：公司提供

十字门中央商务区项目的平衡资金来源主要包括重点建设项目的经营收益、十字门中央商务区内土地出让分成收入及十字门公司持有土地的转让收入，其中土地出让分成收入及土地转让收入为项目主要的平衡资金来源。在土地转让和土地出让收益分成顺利实现的前提下，十字门中央商务区项目总收入能够覆盖项目总投资，但受经济及政策影响，未来土地出让收入存在一定不确定性。

公司其他土地一级开发项目包括金湾航空新城一级土地开发、保税区二期土地一级开发和珠海高新区北围一级土地开发等项目。金湾航空新城土地一级开发项目已于 2013 年下半年开工，计划施工时间为 5 年，项目总投资为 35.00 亿元，2015 年，金湾航空新城土地一级开发实现营业收入 15.72 亿元；保税区二期土地一级开发项目已于 2014 年下半年开工，截至 2015 年末，该项目还未产生收益。

总体看，2015 年，公司土地一级开发项目储备充足，十字门中央商务区是公司重点发展项目，收入规模较大，未来仍有一定的投资需求。

3. 大宗商品批发

公司大宗商品批发业务由子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）及其下属公司负责，主营商业批发零售、进出口业务、项目投资。公司是珠海地区最大物资贸易企业之一。公司的大宗商品贸易主要是为贸易公司提供贸易融资产生的。

公司大宗商品批发贸易品种涵盖钢材、管桩、焦炭、煤炭、燃料油等产品，2015 年，公司主要采购的商品为燃料油、煤炭、化工产品及钢材，采购量分别为 57.10 万吨、14.57 万吨、21.90 万吨和 9.03 万吨，2015 年公司采购产品的种类与数量较 2014 年变化较大；采购价格方面，受宏

观经济影响，2015 年公司采购的钢材、燃料油及进口铁矿砂产品采购价格较 2014 年均有所下滑。

表 6 2014~2016 年 3 月公司大宗商品批发业务采购情况（单位：元/吨、万吨）

商品	采购平均单价			采购数量		
	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
钢材	3,022	2,838	--	14.02	9.03	--
焦炭	1,011	--	--	94.83	--	--
煤炭	--	383	314	--	14.57	2.05
燃料油	5,200	4,771	3,594	8.56	57.10	14.88
重质油	4,698	--	--	--	--	--
进口铁矿砂	562	472	--	10.49	--	--
化工产品	--	7,976	4,970	76.46	21.90	--
铜	--	39,895	7,706	--	7.94	1.36
液化气	--	--	3,270	--	4.73	3.35

资料来源：公司提供

从公司贸易往来前五大采购商占比变动情况看，2014~2015 年，占比分别为 58.50%和 57.41%（如下表所示），2015 年前五大采购商占比略有下降，整体看，公司贸易业务采购商集中度尚可，由于具体采购商名单及主要产品变动较大，公司不存在对单一采购商或贸易品种依赖度较高的风险。

表 7 2014~2015 年公司大宗商品批发业务前五大供应商（单位：亿元、%）

年份	客户名称	主要产品	采购金额	占比
2014 年	香港华发投资控股有限公司	铜矿	8.39	19.68
	珠海鑫德物流有限公司	铁矿石、焦炭	4.88	11.44
	珠海粤裕丰钢铁有限公司	钢材	4.73	11.09
	YYF ENTERPRISES LIMITED	铁矿石	3.95	9.26
	广西铁投冠信贸易有限公司	燃料油	2.99	7.02
	合计		24.96	58.50
2015 年	广西铁投冠信贸易有限公司	燃料油等油品	9.49	15.85
	香港华发投资控股有限公司	铜矿	9.15	15.28
	茂名市振能基础油有限公司	燃料油等油品	7.24	12.09
	深圳市前海华天能源投资有限公司	燃料油等油品	4.72	7.88
	新海能源（珠海）有限公司	燃料油等油品	3.78	6.31
	合计		34.37	57.41

资料来源：公司提供

公司贸易双方均为行业中规模较大企业，信誉度较高，公司各类商品贸易的结算方式根据实际客户情况及交易品种不同有一定差异，2015 年预付上游采购款和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下表所示。公司一般对国内上游供货方采取货到付现款的方式结算，对进口贸易中国外供货方采用 90 天信用证的结算方式。对于下游采购方，建材及焦炭区分体系内和体系外两种结算方式，对体系内采取月结的方式，体系外采取现款结算。油料类一般为月结，进口铁矿砂贸易采取先款后货的形式结算。

表 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	付款方式	主要下游采购方	结算方式
钢材	珠海粤裕丰钢铁有限公司、广东韶钢松山、阳春新钢铁	预付	上海宝冶集团、中建一局、中建六局、广东省水利水电第三工程局、中铁建工、中铁九局、广东华侨建筑工程有限公司、广州市政工程有限公司、广东基础工程有限公司；广州宇生行贸易有限公司、珠海金恒泰贸易有限公司	体系内月结，体系外现款结算
管桩	广东三和管桩有限公司、广东建华管桩有限公司、广东宏基管桩有限公司	货到付现款	上海宝冶集团、广东省水利水电第三工程局、中铁九局、广东华侨建筑工程有限公司、广州市政工程有限公司、广东基础工程有限公司；	均为体系内项目，一般月结付款
水泥	中材天山（珠海）水泥有限公司，江门海螺水泥有限公司	货到付现款	广东省水利水电第三工程局，上海宝冶集团，广州市政工程有限公司	体系内月结，体系外现款结算
焦炭	珠海鑫德物流有限公司、深圳菱丰物流有限公司	货到付现款	珠海粤裕丰钢铁有限公司	一般结算方式为月结
燃料油	珠海泰富石油化工有限公司、苏州锦华石油有限公司、浙江富盛石化有限公司、珠海市东部锦发石油化工有限公司	货到付现款	珠海宝塔石化有限公司、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
进口矿砂	YYF ENTERPRISES LIMITED	90 天信用证	珠海鑫盛仓储有限公司	月结

资料来源：公司提供

总体看，公司大宗商品贸易规模较大，贸易收入占营业收入比重较大，但毛利率水平相对较低，对公司整体盈利贡献较小。

4. 物业服务

公司物业服务业务由下属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 年末，华发物业资产总额 12.46 亿元，负债总额 11.82 亿元，所有者权益 0.64 亿元；2015 年，华发物业净利润 0.10 亿元。

截至 2015 年末，华发物业进行物业服务的物业面积达 1,959.05 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 1,959.05 万平方米。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%。

5. 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品牌两个品牌的汽车销售和维修。截至 2015 年末, 华发汽车资产总额 2.09 亿元, 负债总额 1.23 亿元, 所有者权益 0.86 亿元。2015 年华发汽车净利润为 34.90 万元。

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。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。

6. 在建项目

截至 2016 年 3 月末, 公司主要的在建工程包括十字门中央商务区土地一级开发、珠海高新区北围及会展商务组团一期等项目。其中珠海高新区北围项目及规划用地 858 公顷, 分三期开发建设, 可出让用地总面积约 294 公顷, 可出让建筑用地面积约 396 万平方米; 会展商务组团一期项目位于十字门中央商务区北区, 项目占地约 16 万平方米, 总建筑面积约 32 万平方米, 主要建设内容为珠海国际会议中心、国际展览中心、国际甲级写字楼及商务公寓等设施。

截至 2016 年 3 月末, 公司在建项目总投资为 464.14 亿元, 已完成投资 200.89 亿元, 尚需投资 263.25 亿元, 未来四年公司将投入 210.27 亿元, 其中 2016 年 74.14 亿元、2017 年 63.47 亿元、2018 年 60.19 亿元、2019 年 12.47 亿元, 公司项目资金投入规模较大, 未来仍有一定的融资需求。

总体看, 公司在建项目较多且投资规模较大, 公司仍有一定的融资需求, 近年公司债务规模持续增长, 债务负担有所加重, 但公司在建项目为珠海市重点建设项目, 其中部分项目的完工将成为公司新的收入与利润增长点。

表 9 截至 2016 年 3 月末公司重大在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	建设期	总投资	已完成投资额	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	2010~2019	84.00	46.40	17.85	10.15	6.23	3.37
金湾航空新城土地一级开发	2013~2018	35.00	16.96	7.00	7.00	4.04	--
保税区二期土地一级开发	2014~2017	20.00	6.72	7.00	6.28	--	--
珠海高新区北围	2014~2023	156.84	14.77	17.82	23.15	39.02	9.10
会展商务组团一期	2013~2017	87.00	73.54	8.60	4.86	--	--
横琴国际金融中心大厦	2013~2018	40.00	10.19	6.88	12.03	10.90	--
上冲 TOD	2014~2016	24.30	20.13	4.17	--	--	--
横琴金融产业基地	2012~2016	7.00	6.34	0.66	--	--	--
横琴创意谷	2014~2016	10.00	5.84	4.16	--	--	--
合计		464.14	200.89	74.14	63.47	60.19	12.47

资料来源: 公司提供

7. 经营关注

债务负担加重

由于公司在建项目较多, 目前处于项目建设的高峰期, 未来项目大规模的投资将加大公司的融资压力, 且由于近年公司债务规模持续增长, 公司债务负担持续加重。

区域局限性

公司土地一级开发业务规模大，主要集中在珠海市区内，受当地经济及房地产行业政策影响，土地需求将影响公司土地开发收入的实现，收益实现具有一定的不确定性。

贸易板块风险

公司大宗商品批发业务为公司收入的主要来源，规模较大，宏观经济及政策对贸易收入的影响可能会加大贸易违约风险。

8. 未来发展

公司围绕三大主营业务板块，根据城市运营、商贸物流和现代服务的业务特点制定了相应的发展战略与规划。

公司的城市运营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，提升板块的抗风险能力、可持续发展能力以及综合竞争实力。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，2016年力争实现2~3个异地城市突破。品牌建设上，公司计划通过区域标杆项目或者精品项目的打造，进一步提升品牌知名度和竞争力。

商贸物流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。

现代服务业务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。

总体看，公司未来发展战略明晰，围绕公司三大业务板块制定未来发展规划，提升公司未来的可持续发展能力与品牌知名度。

六、财务分析

公司2015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意见，2016年一季度财务数据未经审计。公司执行财政部发布的《企业会计准则-基本准则》、于2006年及其后颁布和修订的41项具体会计准则，无会计政策及会计估计变更。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。截至2015年末，纳入合并范围的子公司合计47家。整体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至2015年末，公司合并资产总额526.81亿元，负债合计299.46亿元，所有者权益（含少数股东权益）227.35亿元，其中归属于母公司所有者权益合计196.37亿元。2015年，公司实现营业收入102.70亿元，净利润（含少数股东损益）6.48亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.41亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.26亿元，现金及现金等价物净增加额28.03亿元。

截至2016年3月末，公司合并资产总额613.22亿元，负债合计384.57亿元，所有者权益（含少数股东权益）228.65亿元，其中归属于母公司所有者权益197.59亿元。2016年1~3月，公司实现合并营业收入22.53亿元，净利润（含少数股东损益）1.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.52亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.81亿元，现金及现金等价物净增加额23.10亿元。

元。

1. 资产质量

资产

截至 2015 年末,公司资产总额为 526.81 亿元,较年初增长 33.24%;其中流动资产占 85.14%,非流动资产占 14.86%,流动资产占比较高,资产结构较年初变化不大。

流动资产方面,截至 2015 年末,公司流动资产 448.52 亿元,较年初增长 26.37%,主要系货币资金和其他应收款增长所致;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%)、存货(占 55.78%)和其他流动资产(占 6.32%)构成。公司货币资金主要为银行存款(占 99.77%),截至 2015 年末,公司货币资金为 49.69 亿元,较年初增加 114.78%,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,公司货币资金受限金额为 1.22 亿元,受限资金占比较小;公司应收账款为 29.53 亿元,较年初增长 0.41%,基本保持稳定,主要为珠海市财政局、珠海市金湾区财政局等政府部门应收款,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;公司其他应收款主要为母公司华发集团往来款(占 83.55%),账款回收风险较小,截至 2015 年末,其他应收款为 83.37 亿元,较年初增长 92.86%,主要系与母公司往来款增加所致,从集中度来看,其他应收款前五名客户占其他应收款余额的 84.23%,其他应收款集中度较高;公司存货 250.17 亿元,较年初增加 7.69%,主要系公司土地一级开发项目投入增多导致开发成本增长所致,公司存货受限金额为 179.32 亿元,占比为 71.68%,存货受限比例较高;公司其他流动资产 28.33 亿元,全部为委托贷款,较年初增长 18.05%。

非流动资产方面,截至 2015 年末,公司非流动资产 78.29 亿元,较年初增长 93.51%,主要系投资性房地产大幅增长所致;公司非流动资产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。截至 2015 年末,公司长期股权投资为 5.19 亿元,较年初增长 72.49%,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。公司投资性房地产为 52.41 亿元,较年初增长 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。公司固定资产为 19.22 亿元,较年初增长 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 3 月末,公司资产 613.22 亿元,较年初增长 2.93%,资产总额保持基本稳定;资产结构方面,公司资产仍以流动资产为主,流动资产占比为 86.86%,较年初变化不大。

总体看,2015 年,公司资产以非流动资产构成,存货规模较大,但存货受限比例较高;应收账款与其他应收款集中度较高,但考虑到主要为政府机构与关联方欠款,回收风险较小。整体看,公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年末,公司负债合计 299.46 亿元,较年初增长 47.19%;其中流动负债占比 54.46%,非流动负债占比 45.54%,负债结构较年初变化不大,仍以流动负债为主。

流动负债方面,截至 2015 年末,公司流动负债 163.07 亿元,较年初增长 54.39%,主要系短期借款、应付账款及其他应付款增长所致;流动负债主要由短期借款(占 31.43%)、应付账款(占

47.91%)和其他应付款(占 8.80%)构成。截至 2015 年末,公司短期借款为 51.25 亿元,较年初增长 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;公司应付账款为 78.13 亿元,较年初增长 25.69%,主要系应付上海宝冶集团有限公司工程款增加所致,从集中度看,应付账款余额前五名的客户占比为 94.06%,集中度较高;公司其他应付款为 14.36 亿元,较年初增长 934.22%,主要系增加与香港华发投资控股有限公司的往来款(占期末其他应付款余额的 93.59%)所致。

非流动负债方面,截至 2015 年末,非流动负债 136.38 亿元,较年初增加 39.41 亿元,主要系应付债券增长及新增长期应付款所致;非流动负债主要包括长期借款(占 53.71%)和应付债券(占 35.06%)。截至 2015 年末,公司长期借款为 73.25 亿元,较年初增长 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,公司长期借款偿还集中在 2017 年、2018 年和 2019 年,分别需偿还 20.60 亿元、28.13 亿元和 16.36 亿元,公司集中偿付压力不大;公司应付债券为 47.81 亿元,较年初增长 60.16%,主要系新发行的两期中期票据所致;2014~2015 年,公司长期应付款分别为 0.00 亿元和 10.76 亿元,主要系新增子公司珠海华发物业管理服务有限公司购买的华发物业资产支持专项计划所致。

有息债务方面,截至 2015 年末,公司债务总额为 190.50 亿元,较年初增长 44.72%,其中短期债务 58.67 亿元(占 30.80%),长期债务 131.83 亿元(占 69.20%),短期债务较年初增长 57.25%,长期债务较年初增长 39.76%,公司有息债务增长较快;公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 56.84%、45.59%和 36.70%,分别较年初增长 5.39 个百分点、4.91 个百分点和 3.75 个百分点,公司债务负担有所加重,但整体水平不高。

公司于 2015 年发行永续债券 28.00 亿元,债券期限为 5+n 年,计入“所有者权益-其他权益工具”中。考虑到永续债券的性质及特点,将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务(因其存在偿付的可能)进行偿债指标测算。根据测算结果,如下表中所示,若剔除公司永续债券对所有者权益的影响,2015 年末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均高于 2015 年剔除前上述指标;若将永续债券认定为普通债券,2015 年末上述指标值均高于剔除前及剔除后的测算值。

表 10 永续债调整测算表 (单位: %)

指标	调整前	调整后	调整至债务
资产负债率	56.84	60.03	65.65
全部债务资本化比率	45.59	48.86	52.29
长期债务资本化比率	36.70	39.81	44.50

资料来源:公司审计报告,联合评级整理。

截至 2016 年 3 月末,公司负债合计 384.57 亿元,较年初增长 28.42%,主要系公司公开发行公司债券及其他融资工具增加所致;负债结构方面,公司负债变成以非流动负债为主,非流动负债占比为 57.70%,较年初变化较大。有息债务方面,截至 2016 年 3 月末,公司有息债务总额 288.92 亿元,较年初增长 51.67%,债务规模增长较快,其中短期债务为 72.16 亿元(占 24.98%)、长期债务为 216.76 亿元(占 75.02%)。截至 2016 年 3 月末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.71%、55.82%和 48.67%,均较年初有所增长。

总体看,2015 年,公司负债以流动负债为主,应付账款与其他应付款集中度较高,有一定的集中偿付压力;公司有息债务中长期债务占比较高,债务结构较为合理;在剔除永续债对所有者权益的影响或将其认定为普通债券后,公司债务负担将会加重。

所有者权益

截至 2015 年末，公司所有者权益 227.35 亿元，较年初增长 18.45%，主要系公司将 2015 年发行的永续债券计入其他权益工具中所致，归属于母公司所有者权益 196.37 亿元；归属于母公司所有者权益中，股本占 5.09%、资本公积占 72.18%、其他权益工具占 14.26%、未分配利润占 8.47%，资本公积占比最高，公司权益稳定性尚可。

截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益 228.65 亿元，较年初小幅增长 0.57%，所有者权益保持稳定；归属于母公司所有者权益 197.59 亿元，主要由股本（占 5.06%）、资本公积（占 71.73%）、其他权益工具（占 14.17%）和未分配利润（占 9.03%）构成，归属于母公司所有者权益以资本公积为主，较 2015 年末变化不大。

总体看，2015 年由于公司发行永续债券使得所有者权益有所增长，且所有者权益以资本公积为主，权益稳定性尚可。

3. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 102.80 亿元，同比增长 22.41%，主要系公司土地一级开发及大宗商品批发业务收入增加所致；公司营业成本为 81.38 亿元，同比增长 23.90%，营业成本增速略高于营业收入增速，此外期间费用有所增长，使得公司营业利润较 2014 年有所下滑，2015 年为 9.49 亿元，下降幅度为 2.15%。2015 年，公司净利润为 6.48 亿元，同比下降 4.69%，其中归属于母公司所有者的净利润为 6.41 亿元。

2015 年，公司营业外收入为 0.05 亿元，主要为政府补助，较 2014 年增长 194.36%，营业外收入规模较小，对公司盈利能力影响不大。

从期间费用看，2015 年公司期间费用总额为 10.88 亿元，同比增长 62.27%；从费用构成来看，公司期间费用以管理费用（占 30.54%）和财务费用（占 62.03%）为主，其中管理费用为 3.32 亿元，较 2014 年增长 13.94%，主要系职工薪酬增加所致；公司财务费用为 6.75 亿元，较 2014 年增长 135.74%，增长幅度较大，主要系债务增加使得利息支出大幅增长所致。2015 年，公司费用收入比为 10.59%，较 2014 年增长 2.60 个百分点，公司费用控制能力有所下降，但整体仍处于较好水平。

从盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率为 19.37%，较 2014 年小幅下降 0.17 个百分点；公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.68%、4.42%和 3.09%，分别较 2014 年下降 1.73 个百分点、2.29 个百分点和 4.00 个百分点，主要系公司所有者权益及债务总额均较 2014 年增长所致。

2016 年一季度，公司实现营业收入 22.53 亿元，较去年同期增长 30.68%，主要系公司土地一级开发业务收入增长所致；净利润为 1.58 亿元，较去年同期增长 35.19%。

总体看，2015 年公司营业收入增速较快，且费用控制能力较好，但整体盈利能力一般。

4. 现金流

从经营活动来看，2015 年，受公司营业收入持续增长影响，公司经营活动现金流入量为 112.14 亿元，同比增长 29.14%；公司经营活动现金流出量为 120.40 亿元，同比增长 19.45%，公司经营活动产生的现金流量净额为 -8.26 亿元，净流出规模较 2014 年减少 40.80%。2015 年，公司现金收入比为 105.93%，较 2014 年提高 6.97 个百分点，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动现金流入量为 42.10 亿元，同比增长 140.32%，主要系公司收回投资收到的现金大幅增长所致；公司投资活动现金流出量为 65.12 亿元，同比增长

33.22%，主要系公司购建固定资产及购买土地增多所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-23.01 亿元，净流出规模较 2014 年减少 26.61%。

从筹资活动来看，2015 年，公司筹资活动现金流入量为 231.63 亿元，同比增长 60.04%，主要系公司在建项目投资规模较大，公司通过发行债券及借款等方式取得现金大幅增长所致；公司筹资活动现金流出量为 172.32 亿元，同比增长 88.93%，主要系公司对以往债务进行偿还所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为 59.31 亿元，同比增长 10.81%。

2016 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-8.81 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-52.38 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 84.30 亿元。

总体看，2015 年，公司经营活动及投资活动均表现为净流出，公司现金流主要依赖于筹资活动，考虑到公司未来项目投资规模较大，公司融资需求较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年，公司流动比率与速动比率分别为 2.75 倍和 1.22 倍，由于公司存货规模较大，导致流动比率与速动比率差异较大；公司现金短期债务比由 2014 年的 0.63 倍增长至 2015 年的 0.85 倍，公司现金类资产对短期债务的保障能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 为 22.21 亿元，同比增长 56.78%，主要系公司计入财务费用的利息支出大幅增长所致；公司 EBITDA 由折旧（占 7.91%）、摊销（占 0.25%）、计入财务费用的利息支出（占 48.91%）和利润总额（占 42.93%）构成。公司 EBITDA 利息保障倍数由 2014 年的 3.98 倍下降到 2015 年的 2.04 倍，由于公司计入财务费用的利息支出大幅增长，使得 EBITDA 利息倍数下降明显，但整体对利息的保障程度较好。公司 EBITDA 全部债务比为 0.12 倍，较 2014 年变化不大，EBITDA 对全部债务的保障程度较弱。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1044040200879080J），截至 2016 年 6 月 3 日，公司正常类未结清贷款 9 笔，无未结清和已结清的不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

截至 2016 年 3 月末，公司在各家银行获得授信额度合计 145.53 亿元，未使用 58.80 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2016 年 3 月末，公司对外担保余额合计 72.37 亿元，占公司净资产的 9.78%，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、铎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 截至 2016 年 3 月末公司对外担保明细（单位：亿元）

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	11.00
	珠海华发集团有限公司	平安银行	抵押担保	4.27
	珠海铎创投资管理有限公司	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	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				72.37

资料来源：公司提供

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力有待提升，但由于公司整体债务水平不高，

在考虑永续债券的性质，将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算后，公司债务水平均有所增长。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 49.71 亿元，为债券“16 华综 01”和“16 华综 02”本金合计（40.00 亿元）的 1.24 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；截至 2015 年末，公司净资产达 227.35 亿元，约为债券本金合计（40.00 亿元）的 5.68 倍，公司现金类资产和净资产对“16 华综 01”和“16 华综 02”按期偿付的保障作用较好。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 22.21 亿元，余额为债券本金（40.00 亿元）的 0.56 倍，公司 EBITDA 对“16 华综 01”和“16 华综 02”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入量 112.14 亿元，约为本次债券本金（40.00 亿元）的 5.97 倍，公司经营经营活动现金流入量对“16 华综 01”和“16 华综 02”的覆盖程度较好。

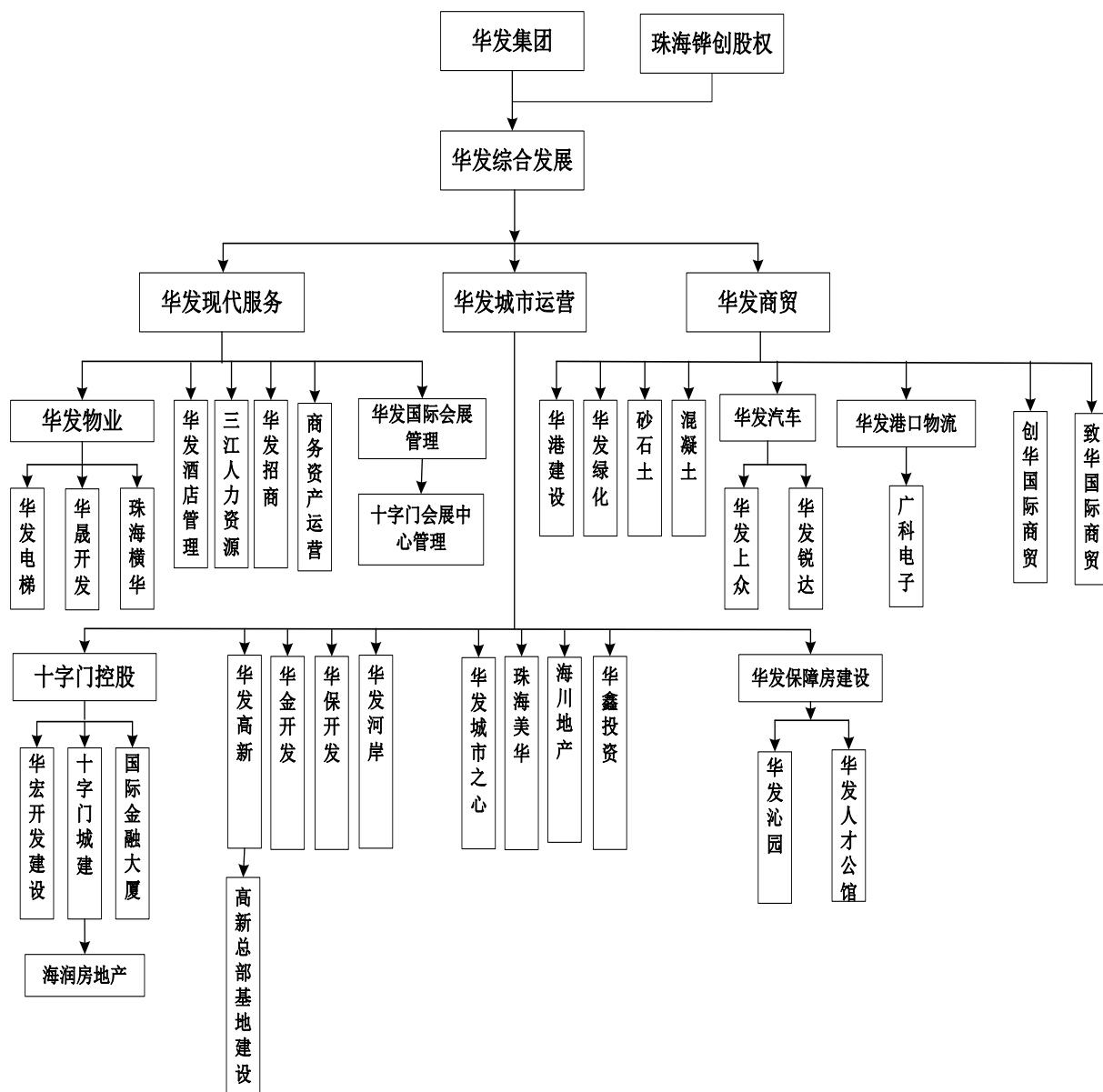
综合以上分析，考虑到公司作为珠海市国资委下属的国有独资公司，公司在规模实力、行业经验等方面具有一定的区域竞争优势，联合评级认为，公司对存续期内的“16 华综 01”和“16 华综 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

2015 年，公司经营状况良好、收入规模增长较快，土地一级开发与大宗商品批发业务是公司主要的收入来源。公司部分项目为珠海市重点开发项目，项目开发面积较大，且公司具有资产质量较好、债务负担较低等优势。同时，联合评级也关注到公司存在在建项目投资规模较大，具有一定的资金压力以及公司大部分业务板块盈利能力均有不同程度下降及对外担保额度较大等因素给公司信用水平带来不利影响。未来公司依托城市运营板块、商贸物流板块和现代服务板块的均衡发展，整合区域资源，进一步提升公司的品牌优势与盈利能力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 华综 01”和“16 华综 02”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 珠海华发综合发展有限公司组织机构图



附件 2 珠海华发综合发展有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	395.38	526.81	613.22
所有者权益 (亿元)	191.93	227.35	228.65
短期债务 (亿元)	37.31	58.67	72.16
长期债务 (亿元)	94.33	131.83	216.76
全部债务 (亿元)	131.64	190.50	288.92
营业收入 (亿元)	83.89	102.70	22.53
净利润 (亿元)	6.80	6.48	1.58
EBITDA (亿元)	14.17	22.21	--
经营性净现金流 (亿元)	-13.95	-8.26	-8.81
应收账款周转次数(次)	--	3.47	0.73
存货周转次数 (次)	--	0.34	0.06
总资产周转次数 (次)	--	0.22	0.04
现金收入比率 (%)	98.96	105.93	108.16
总资本收益率 (%)	6.41	4.68	0.34
总资产报酬率 (%)	--	4.42	0.47
净资产收益率 (%)	--	3.09	0.69
营业利润率 (%)	--	19.37	27.26
费用收入比 (%)	7.99	10.59	15.50
资产负债率 (%)	51.46	56.84	62.71
全部债务资本化比率 (%)	40.68	45.59	55.82
长期债务资本化比率 (%)	32.95	36.70	48.67
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.98	2.04	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.12	--
流动比率 (倍)	3.36	2.75	3.27
速动比率 (倍)	1.16	1.22	1.70
现金短期债务比 (倍)	0.63	0.85	1.03
经营现金流动负债比率 (%)	-13.21	-5.07	-5.42
EBITDA/待偿本金合计	0.35	0.56	--

注：1、2016 年 1~3 月财务数据未经审计；

2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产 ×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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。