跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1033 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“16 华综 01”和“16 华综 02”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十日

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 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

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+	2016 年 6 月 8 日
16 华综 02	15 亿元	5 年	AA+	AA+	2016 年 6 月 8 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	526.81	624.10	622.78
所有者权益（亿元）	227.35	265.09	269.54
长期债务（亿元）	131.83	127.20	113.67
全部债务（亿元）	190.50	255.22	186.07
营业收入（亿元）	102.70	135.65	18.54
净利润（亿元）	6.48	10.54	4.63
EBITDA（亿元）	22.21	27.89	--
经营性净现金流（亿元）	-8.26	32.45	-18.70
营业利润率（%）	19.37	15.77	27.05
净资产收益率（%）	3.09	4.28	--
资产负债率（%）	56.84	57.52	56.72
全部债务资本化比率（%）	45.59	49.05	40.84
流动比率（倍）	2.75	2.06	2.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.25	1.84	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.56	0.70	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、本报告将其他流动负债和长期应付款中的带息款项纳入债务核算；4、公司 2017 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

2016年，珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”或“综合发展”）经营状况良好，在珠海市仍具有较强的业务垄断优势，且土地一级开发以及大宗商品批发业务收入规模保持稳定增长，公司持有的珠海金融控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”）股权为公司带来了稳定的投资收益。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资产受限规模大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将依托城市运营板块、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，2016 年，公司在珠海市内仍具有较强的业务垄断优势。

2. 2016 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. 2016 年，公司对珠海金控进行增资，公司持有的珠海金控的股权为公司带来了良好的投资收益。

关注

1. 2016 年，公司处于项目建设高峰期，未来投资规模较大，公司仍存在一定的资金压力。

2. 近年来公司债务规模快速增长，债务负担加重。

3．2016 年，公司受限资产规模较大，占总资产的比例达到 61.01%。

分析师

叶维武
电话：010-85172818
邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

杨　婷
电话：010-85172818
邮箱：yangt@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

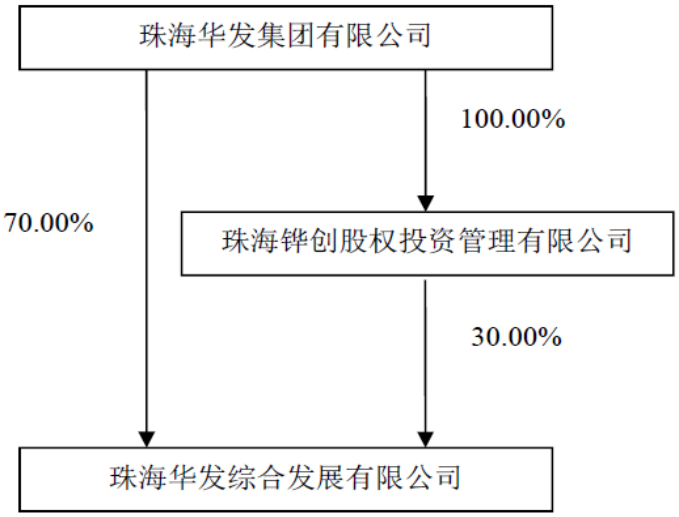
分析师：

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“公司”或“综合发展”）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”）和珠海铧创投资管理有限公司（以下简称“铧创投资”）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 60,000.00 万元，以货币资金出资增加投资 9,790.00 万元，铧创投资以货币出资增加投资 29,910.00 万元，增资完成后公司注册资本由 300.00 万元增加至 100,000.00 万元。截至 2016 年末，公司注册资本 100,000.00 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 2016 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 2016 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 49 家。截至 2016 年末，公司拥有在职员工 5,476 人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 624.10 亿元，负债合计 359.01 亿元，所有者权益 265.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益 239.63 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 135.65 亿元，净利润 10.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 78.45 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 622.78 亿元，负债合计 353.24 亿元，所有者权益 269.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益 243.87 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 18.54 亿元，净利润 4.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.70 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.06 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：许继莉。

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

2017 年 3 月 13 日，公司已按时支付“16 华综 01”和“16 华综 02”利息。

“16 华综 01”与“16 华综 02”募集资金用途为偿还金融机构借款以及补充公司营运资金，“16 华综 01”与“16 华综 02”资金已按照募集用途使用完毕。

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，故下文围绕土地一级开发和贸易行业展开。

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

2016 年，全国 300 城市土地供需小幅下降，整体分化趋势没有改变，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬，出让金总额较去年增加三成。2016 年，除二线城市外，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除二线城市土地出让金大幅上升 68%外，一、三线城市土地出让金分别较上年增长-16%和 7%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点，到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点，到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点，到 887 元/平方米和 26%。总体看，一线市场土地资源稀缺使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

表3 2014~2016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、%）

	2014 年	2015 年	2016 年
推出面积	135,659	113,235	103,212
较上年	-24	-18	-9
成交面积	104,032	85,671	85,885
较上年	-28	-21	-3
出让金	23,412	21,793	29,047
较上年	-25	-10	31
楼面均价	1,234	1,384	1,904
较上年	5	14	40
土地平均溢价率	10	16	43
较上年	下降 6 个百分点	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理

竞争方面，土地一级开发市场与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性一级土地开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给一级土地开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产市场开始低迷，使得不少大型房地产企业转而进军一级土地开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

总体看，土地一级市场开发的行业门槛会逐步抬高、竞争会进一步加剧，但资本实力相对雄厚、资质和管理经验相对完善的开发企业仍具有相对发展优势。

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，2016 年以来，随着我国促进外贸回稳向好政策措施效果的逐

步显现，三四季度实现正增长，总体来看，2016 年我国货物贸易进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。

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，2016 年我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，比上年名义增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.2%。城镇、乡村消费品零售额同步增长，仍以城镇消费为主，占总零售消费额的 86.01%。近年来随着网上消费的迅速普及，全国网上零售额迅速增长，2016 年达到 5.16 亿元，比上年增长 26.2%。其中，实物商品网上零售额 4.19 亿元，增长 25.6%，占社会消费品零售总额的比重为 12.6%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 28.5%、18.1%和 28.8%。

“十三五”规划中提到，要加快实施自由贸易区战略，逐步构筑高标准自由贸易区网络。积极同“一带一路”沿线国家和地区商建自由贸易区，加快区域全面经济伙伴关系协定、中国－海合会、中日韩自贸区等谈判，推动与以色列、加拿大、欧亚经济联盟和欧盟等建立自贸关系以及亚太自贸区相关工作。全面落实中韩、中澳等自由贸易协定和中国－东盟自贸区升级议定书。继续推进中美、中欧投资协定谈判。随着我国与世界各国及区域组织的联系更为紧密，贸易行业将拥有新的发展机会。

总体看，在国内经济下行的情况下，2016 年，中国外贸进出口增速减缓，国内贸易保持稳定增长，随着我国对外开放与合作的程度不断提高，贸易行业发展将有所回暖。

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。2016 年，珠海市全市实现地区生产总值（GDP）2,226.37 亿元，较上年增长 8.5%。其中，第一产业增加值 48.21 亿元，较上年增长 1.4%；第二产业增加值 1,059.77 亿元，较上年增长 5.8%；第三产业增加值 1,118.39 亿元，较上年增长 11.7%。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 1,457.74 亿元、460.31 亿元和 308.32 亿元，分别较上年增长 8.6%、9.1%和 7.5%。

2016 年，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%。

2016 年，全市一般公共预算收入 292.37 亿元，较上年增长 12.4%。其中，税收收入 231.90 亿元，较上年增长 15.6%。税收收入中，增值税 70.26 亿元、营业税 20.32 亿元、企业所得税 37.39 亿元和房产税 9.80 亿元，珠海市税收收入以增值税和企业所得税为主；全年一般公共预算支出 388.77 亿元，较上年增长 39.2%。

总体看，珠海市所处地理位置优越，2016 年经济较上年保持稳定增长，财政实力稳步增强，为公司提供了良好的外部发展环境。

四、管理分析

2016 年，公司董事有所变动，因工作调动原因，席晓乐不再担任公司董事兼总经理（法定代表人），钟铭不再担任公司董事兼副总经理，许继莉为公司董事兼总经理（法定代表人），李微欢为公司董事兼副总经理。

公司总经理许继莉女士，1971 年出生，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。现任公司董事、总经理及法人代表人，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。

总体看，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

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，2016 年，公司实现主营业务收入 133.23 亿元，较 2015 年增长 33.58%。土地一级开发与大宗商品批发板块营业收入规模较大，2016 年，分别为 43.15 亿元和 79.45 亿元，占比分别为 32.39%和 59.63%，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上年增长 13.05%和 49.25%，主要系高新区北围土地一级整理项目开始确认收入以及公司销售的燃料油等产品收入增长所致。公司剩余业务还包括物业服务、汽车销售、工程施工、停车场以及租赁等，业务占比较小，对公司整体收入规模影响不大。

表 4　2015~2016 年公司主营业务经营情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2015 年			2016 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	3.63	3.64	22.43	3.85	2.89	18.66	5.86	-3.77
汽车销售	2.28	2.28	8.75	3.36	2.52	7.58	47.41	-1.16
土地一级开发	38.17	38.28	50.11	43.15	32.39	45.38	13.05	-4.73
工程施工	0.04	0.04	3.44	0.11	0.08	4.72	200.98	1.28
大宗商品批发	53.23	53.37	1.19	79.45	59.63	0.46	49.25	-0.74
租赁收入	0.49	0.49	61.52	0.73	0.55	-24.76	49.94	-86.27
停车场收入	0.21	0.21	-10.17	0.27	0.20	-19.53	26.59	-9.36
混凝土销售	1.19	1.19	-2.93	--	--	--	--	--
其他	0.50	0.50	8.46	2.31	1.74	49.44	365.99	40.97
合计	**99.73**	**100.00**	**21.12**	**133.23**	**100.00**	**16.39**	**33.58**	**-4.73**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016 年，公司主营业务毛利率为 16.39%，较上年下降 4.73 个百分点。分板块来看，2016 年，公司除工程施工业务外，其余各版块毛利率均较上年有不同程度下滑。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，2015~2016 年毛利率分别为 1.19%和 0.46%；土地一级开发业务毛利率为 45.38%，较上年下降 4.73 个百分点，主要系当期高新区北围项目开始确认收入，该项目毛利率较低所致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.54 亿元，较上年同期下降 17.73%，主要系大宗商品批发收入下降所致；公司净利润为 4.63 亿元，较上年同期增长 192.91%，主要系当期获得较多投资收益所致。

总体看，2016 年，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，2016 年公司除工程施工业务外，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。

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一级土地开发的工作，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。2016 年，出让横琴片区土地 2 宗，出让面积 16.88 万平方米，确认营业收入约 6.72 亿元。

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，2016 年，出让金湾片区土地 7 宗，出让面积 70.45 万平方米，实现营业收入 15.59 亿元；保税区二期土地一级开发项目已于 2014 年下半年开工，2016 年出让保税区二期片区土地 5 宗，出让面积 10.34 万平方米，实现营业收入 1.78 亿元；珠海高新区北围土地以及开发项目 2016 年出让土地 5 宗，出让面积 39.47 万平方米，实现营业收入 19.07 亿元。公司土地一级开发项目合计总投资 279.00 亿元，截至 2017 年 3 月末已投 108.24 亿元，未来尚需投资 170.76 亿元；土地一级开发项目确认收入 43.16 亿元，回款 60.20 亿元，回款情况良好。

表 5　公司主要土地一级开发项目情况（单位：宗、万平方米、亿元）

项目	建筑面积	出让土地	出让面积	2016 年确认收入	2016 年回款
十字门中央商务区一级土地开发	1,080	2	16.88	6.72	19.04
金湾航空新城一级土地开发	450	7	70.45	15.59	21.12
保税区二期土地一级开发	235	5	10.34	1.78	0.97
珠海高新区北围一级土地开发	627	5	39.47	19.07	19.07
合计	**2,392**	**19**	**137**	**43.16**	**60.20**

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司土地一级开发业务收入规模保持稳定增长，金湾航空新城以及高新区北围项目形成较多收入，且 2016 年项目回款情况良好；公司项目投资规模较大，未来尚需投资 170.76 亿元。

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。

采购方面，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，2016 年，公司主要贸易收入前五大产品为燃料油、铜矿石、化工产品、液化气及有色金属，采购量分别为 113.21 万吨、20.49 万吨、6.29 万吨、3.89 万吨和 1.59 万吨，2016 年公司采购产品的种类与数量较 2015 年变化较大。

表 6　2015~2016 年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	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
钢材	2,838	--	9.03	--
煤炭	383	--	14.57	--
燃料油	4,771	4,857	57.10	113.21
进口铁矿砂	472	--	--	--
化工产品	7,976	6,539	21.90	6.29
铜矿石	39,895	10,799	7.94	20.49
液化气	--	3,270	4.73	3.84
有色金属	--	46,800	--	1.59

资料来源：公司提供
注：2016 年产品收入与单价情况仅统计收入前五大产品情况，对于当年收入相较前五大贸易品种较少的采购情况不再列示。

从公司贸易往来前五大采购商占比变动情况看，2015~2016 年，占比分别为 57.41%和 74.10%（如下表所示），2016 年前五大采购商占比有所上升，整体看，公司贸易业务采购商集中度较高，但考虑到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　2015~2016 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
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**
2016 年	上海尚融供应链管理有限公司	石油化工品	24.34	27.03
	天海金服（深圳）有限公司	有色金属	15.20	16.88
	香港华发投资控股有限公司	铜矿	11.06	12.28
	JIANGXI COPPER HONGKONG COMPANY LIMITED	铜矿	8.68	9.64
	航天科工深圳（集团）有限公司	有色金属	7.45	8.27
	合计		**66.74**	**74.10**

资料来源：公司提供

销售方面，2016 年，公司主要销售产品燃料油、铜矿石、化工产品、液化气以及有色金属销售数量分别为 113.21 万吨、20.49 万吨、6.29 万吨、3.84 万吨和 1.59 万吨。销售客户方面，2016 年，公司前五大销售客户销售金额合计为 67.31 亿元，占比为 84.73%，整体来看，下游客户集中度较高，但具体客户及主要产品变动较大，公司不存在对单一客户或贸易品种依赖度较高的风险。

表 8　2015~2016 年公司大宗商品批发业务销售情况（单位：元/吨、万吨）

商品	销售平均单价		销售数量	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
钢材	3,968	--	9.03	--
煤炭	387	--	14.57	--

燃料油	4,850	4,877	57.10	113.21
进口铁矿砂	475	--	21.90	--
化工产品	8,177	6,637	7.94	6.29
铜矿石	40,055	10,853	4.73	20.49
液化气	--	3,280	--	3.84
有色金属	--	46,844	--	1.59

资料来源：公司提供
注：2016 年产品收入与单价情况仅统计收入前五大产品情况，对于当年收入相较前五大贸易品种较少的采购情况不再列示。

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。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。

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．其他业务

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 2016 年末，华发物业资产总额 12.95 亿元，负债总额 12.09 亿元，所有者权益 0.86 亿元；2016 年，华发物业净利润 0.22 亿元。截至 2016 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 1,044.85 万平方米。2016 年，公司实现物业管理收入 3.85 亿元，较上年增长 5.86%。

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 2016 年末，华发汽车资产总额 2.14 亿元，负债总额 1.28 亿元，所有者权益 0.86 亿元。2016 年华发汽车净利润为 21.28 万元。2016 年公司汽车销售实现收入 3.36 亿元，较上年增长 47.41%，主要系公司新增雪佛兰以及铼发汽车销售所致。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。

5．在建项目

截至 2017 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 2017 年 3 月末，公司在建项目总投资为 466.50 亿元，已完成投资 226.22 亿元，尚需投资 240.28 亿元，未来三年公司将投入 121.64 亿元，其中 2018 年 25.89 亿元、2019 年 47.03 亿元和 2020 年 48.72 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 2017 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		
				2018 年	2019 年	2020 年
十字门中央商务区土地一级开发	2010~2019	84.00	61.12	5.28	2.43	13.87
金湾航空新城土地一级开发	2013~2018	35.00	22.47	2.48	5.00	5.00
保税区二期土地一级开发	2014~2017	20.00	7.86	3.47	5.14	1.49
珠海高新区北围	2014~2023	140.00	16.79	3.37	15.82	15.54
会展商务组团一期	2013~2017	87.00	85.60	4.40	--	--
横琴国际金融中心大厦	2013~2018	40.00	12.43	5.25	11.00	11.32
横琴金融产业基地	2012~2016	7.00	7.14	0.22	0.64	--
横琴创意谷	2014~2016	10.00	9.18	0.82	--	--
会展商务组团二期	2017~2019	43.50	3.63	0.60	7.00	1.50
合计		**466.50**	**226.22**	**25.89**	**47.03**	**48.72**

资料来源：公司提供

6．经营关注

（1）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。

（2）回款与收益具有不确定性

公司土地一级开发业务规模大，主要集中在珠海市区域内，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。

（3）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。

7．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，未来力争实现 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（包括物业管理、酒店和会展等业务）将依托珠海区位交通优势和经济产业资

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 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意见。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。2016 年，公司新增 3 家纳入合并范围的子公司，合并范围减少 1 家。截至 2016 年末，纳入合并范围的子公司合计 49 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 2016 年末，公司合并资产总额 624.10 亿元，负债合计 359.01 亿元，所有者权益 265.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益 239.63 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 135.65 亿元，净利润 10.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 78.45 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 622.78 亿元，负债合计 353.24 亿元，所有者权益 269.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益 243.87 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 18.54 亿元，净利润 4.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.70 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.06 亿元。

1．资产质量

截至 2016 年末，公司资产总额为 624.10 亿元，较年初增长 18.47%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 74.90%，非流动资产占 25.10%，非流动资产占比较年初有所上升，但流动资产占比仍较高。

流动资产方面，截至 2016 年末，公司流动资产 467.45 亿元，较年初增长 4.22%，主要系货币资金和其他流动资产增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 28.02%）、存货（占 51.05%）和其他流动资产（占 17.52%）构成。截至 2016 年末，公司货币资金为 130.98 亿元，较年初增加 163.62%，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 4.06 亿元，受限资金占比较小，公司货币资金主要为银行存款（占 99.84%）；公司应收账款账面价值为 6.41 亿元，较年初下降 78.21%，主要系当年土地出让回款较多所致，从集中度来看，应收账款前五名的客户占应收账款余额的 72.46%，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，应收账款累计计提坏账准备 0.45 亿元，计提比例为 6.52%；公司其他应收款为 1.34 亿元，较年初下降 98.39%，主要系华发集团所欠往来款项全部偿还所致，账龄方面，账龄在 1 年以内的其他应收款占比为 77.63%，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 48.08%。公司存货账面价值为 238.65 亿元，较年初小幅下降 4.60%，基本保持稳定，存货主要由开发成本（占 99.70%）构成；公司其他流动资产 81.91 亿元，较年初增长 189.09%，主要系公司为华发集团等关联方提供的委托贷款大幅增长所致。

非流动资产方面，截至 2016 年末，公司非流动资产 156.66 亿元，较年初增长 100.10%，主要系长期股权投资以及其他非流动资产大幅增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占

43.34%）、投资性房地产（占 33.53%）、固定资产（占 15.65%）和其他非流动资产（占 6.47%）构成。截至 2016 年末，公司长期股权投资为 67.89 亿元，较年初增长 62.70 亿元，主要系根据珠海市国资委（珠国资[2016]299 号）文件批准，公司以货币资金形式对珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”）增资 46.00 亿元，增资后公司持有珠海金控 42.26%的股权；公司投资性房地产为 52.52 亿元，较年初小幅增长 0.21%，基本保持稳定；公司固定资产为 24.51 亿元，较年初增长 27.53%，主要系子公司开发的保障房项目完成后转入固定资产核算所致，该项目为公司自建保障房项目，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；公司其他非流动资产为 10.14 亿元，较年初增长 9.92 亿元，主要系当期新增企业间贷款 9.74 亿元所致。

受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限资产合计为 161.73 亿元，主要为在建工程以及土地使用权，受限资产占总资产的比重为 61.01%，资产受限比例较高。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额为 622.78 亿元，与年初基本持平；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 74.54%，较年初变化不大。

总体看，2016 年，受公司对珠海金控增资影响，公司资产规模快速扩大，资产构成以流动资产为主，但存货规模较大，且资产受限比例较高。整体看，公司资产质量一般。

2．负债及所有者权益

负债

截至 2016 年末，公司负债合计 359.01 亿元，较年初增长 19.89%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比 63.32%，非流动负债占比 36.68%，流动负债占比较上年增长 8.86 个百分点，负债结构仍以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2016 年末，公司流动负债 227.31 亿元，较年初增长 39.39%，主要系当期新增其他流动负债所致；流动负债主要由短期借款（占 16.28%）、应付账款（占 29.42%）、其他应付款（占 6.38%）、一年内到期的非流动负债（占 11.09%）和其他流动负债（占 26.40%）构成。截至 2016 年末，公司短期借款为 37.00 亿元，较年初减少 27.81%；公司应付账款为 66.87 亿元，较年初减少 14.41%%，主要系对部分工程款进行偿还所致，从集中度看，应付账款金额前五名的客户占比为 92.10%，集中度较高；公司其他应付款为 14.50 亿元，较年初小幅增长 1.04%，基本保持稳定，从集中度看，其他应付款金额前五名的客户占比为 92.90%，集中度较高；公司一年内到期的非流动负债为 25.21 亿元，较年初增长 740.50%，主要系即将到期的借款较多所致；公司新增其他流动负债 60.00 亿元，全部为公司发行的 4 期超短期融资券，本报告将其纳入短期债务核算。

非流动负债方面，截至 2016 年末，非流动负债 131.70 亿元，较年初小幅下降 3.43%，基本保持稳定；非流动负债主要包括长期借款（占 24.64%）、应付债券（占 64.16%）和长期应付款（占 7.77%）构成。截至 2016 年末，公司长期借款为 32.45 亿元，较年初下降 55.70%，主要系部分借款即将到期转入一年内到期的非流动负债所致，期限分布方面，2018 年到期金额为 2.20 亿元，2019 年到期金额为 9.31 亿元，2020 年到期金额为 2.94 亿元，2021 年到期金额为 10.60 亿元，长期借款集中在 2019 年和 2021 年偿还；公司应付债券为 84.50 亿元，较年初增长 76.74%，主要系新发行的公司债券合计 40.00 亿元所致，公司应付债券将在 2019 年到期 30.00 亿元、2020 年到期 15.00 亿元、2021 年到期 40.00 亿元；公司长期应付款为 10.24 亿元，较年初小幅下降 4.87%，基本保持稳定，长期应付款主要为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以及售后回租融资款，本报告将其计入债务核算。

债务方面，截至 2016 年末，公司债务总额为 255.22 亿元，较年初增长 33.98%，其中短期债务 128.02 亿元（占 50.16%），长期债务 127.20 亿元（占 49.84%），短期债务较年初增长 118.21%，长期债务较年初下降 3.51%；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 57.52%、49.05%和 32.42%，其中资产负债率较和全部债务资本化比率分别较年初增长 0.68 个百分点和 3.46 个百分点，长期债务资本化比率较年初 4.28 个百分点。

截至 2016 年末，公司合计发行永续债券 70.00 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，若将永续债券认定为普通债券，2016 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	调整至债务
资产负债率	56.84	70.34
全部债务资本化比率	45.59	64.43
长期债务资本化比率	36.70	52.82

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年 3 月末，公司负债合计 353.24 亿元，较年初小幅下降 1.14%，基本保持稳定；负债结构方面，公司负债仍以流动负债为主，较年初变化不大。

总体看，2016 年，公司负债规模有所增长，且以流动负债为主；公司有息债务中长期债务（含永续债）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，公司债务负担明显加重。

所有者权益

截至 2016 年末，公司所有者权益 265.09 亿元，较年初增长 16.60%，主要系公司将 2016 年发行的两期永续债券合计 42.00 亿元计入其他权益工具中所致，归属于母公司所有者权益 239.63 亿元；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 4.17%、资本公积占 58.94%、其他权益工具占 29.08%、盈余公积占 0.35%和未分配利润占 7.58%，资本公积占比最高，公司权益稳定性尚可。

截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益 269.54 亿元，较年初小幅增长 1.68%，所有者权益保持稳定；归属于母公司所有者权益 197.59 亿元，归属于母公司所有者权益构成与年初变化不大。

总体看，2016 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

2016 年，公司实现营业收入 135.65 亿元，较上年增长 32.09%，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 113.73 亿元，较上年增长 39.75%，营业成本增速略高于营业收入增速；2016 年，公司获得投资收益 5.34 亿元，较上年增长 749.84%，主要为公司持有的珠海金控的股权按权益法核算产生的投资收益；受此影响，公司营业利润较上年增长 45.57%至 13.81 亿元。2016 年，公司净利润为 10.54 亿元，较上年增长 62.02%，其中归属于母公司所有者的净利润为 9.04 亿元。

2016 年，公司营业外收入为 0.10 亿元，主要为政府补助，较上年年增长 45.57%，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，2016 年公司期间费用总额为 12.60 亿元，较上年增长 15.83%；从费用构成来

看，公司期间费用以管理费用（占 32.92%）和财务费用（占 60.04%）为主，其中管理费用为 4.15 亿元，较上年年增长 24.85%，主要系职工薪酬增加所致；公司财务费用为 7.57 亿元，较上年增长 12.13%，主要系债务增加使得利息支出增长所致。2016 年，公司费用收入比为 9.29%，较上年下降 1.30 个百分点，公司费用控制能力整体仍处于较好水平。

从盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率为 15.77%，较上年下降 3.60 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.58%、4.31%和 4.28%，其中总资本收益率和净资产收益率分别较上年增长 0.10 个百分点和 1.19 个百分点，总资产报酬率较上年下降 0.11 个百分点，整体看公司盈利能力变化不大。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.54 亿元，较上年同期下降 17.72%，主要系大宗商品贸易收入下降所致；净利润为 4.63 亿元，较上年同期增长 192.91%，主要系当期获得的投资收益较多所致。

总体看，2016 年公司营业收入增速较快，受投资收益大幅增长影响，公司利润水平有较好提升；但投资收益主要为公司持有的珠海金控股权权益法核算下产生的，公司整体盈利能力偏弱。

4．现金流

从经营活动来看，2016 年，受公司营业收入增长影响，公司经营活动现金流入量为 175.17 亿元，较上年增长 56.21%；公司经营活动现金流出量为 142.72 亿元，较上年增长 18.54%，公司经营活动产生的现金流量净额为 32.45 亿元，由 2015 年的净流出转为净流入。2016 年，公司现金收入比为 126.89%，较上年年提高 20.95 个百分点，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2016 年，公司投资活动现金流入量为 32.10 亿元，较上年下降 23.75%，主要系公司收回委托贷款下降所致；公司投资活动现金流出量为 140.16 亿元，较上年增长 115.25%，主要系公司对珠海金控增资 46.00 亿元以及发放委托贷款 59.47 亿元所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-108.06 亿元，净流出规模较上年增长 369.57%。

从筹资活动来看，2016 年，公司筹资活动现金流入量为 336.74 亿元，较上年增长 45.38%，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 182.69 亿元，较上年增长 6.02%，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 154.05 亿元，较上年增长 159.74%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-18.70 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 6.12 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 1.53 亿元。

总体看，2016 年，经营活动现金流量净额由上年的净流出转为净流入；受公司对珠海金控增资影响，公司投资活动现金流量净额呈净流出且流动规模较大，公司现金流主要依赖于筹资活动。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年末，公司流动比率与速动比率分别为 2.06 倍和 1.01 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 2015 年的 0.85 倍增长至 2016 年的 1.02 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，2016 年，公司 EBITDA 为 27.89 亿元，较上年增长 25.54%，主要系公司利润总额增长所致；公司 EBITDA 由折旧（占 10.65%）、摊销（占 0.38%）、计入财务费用的利息支出（占 39.19%）和利润总额（占 49.78%）构成。公司 EBITDA 利息保障倍数由 2015 年的 1.25 倍增长到 2016 年的 1.84 倍。2016 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.11 倍，较 2015 年变化不大，EBITDA 对全部债务的保障程度偏弱。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1044040200879080J），截至 2017 年 5 月 8 日，公司正常类未结清贷款 8 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 2017 年 3 月末，公司在各家银行获得授信额度合计 213.13 亿元，未使用 118.82 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2017 年 3 月末，公司对外担保余额合计 50.80 亿元，占公司净资产的 19.16%，主要系子公司十字门公司以自由土地为华发集团和珠海中冶置业有限公司提供的抵押担保，截至目前被担保方经营状况良好，公司代偿风险较小。

表 11　截至 2017 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	平安银行	抵押担保	10.80
	珠海中冶置业有限公司	建设银行	抵押	40.00
合计				**50.80**

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，考虑到公司在作为珠海市规模较大的综合发展公司，且在珠海市具有一定的区域竞争优势，公司整体偿债能力较好。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 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 131.01 亿元，为债券“16 华综 01”和“16 华综 02”本金合计（40.00 亿元）的 3.28 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；截至 2016 年末，公司净资产达 265.09 亿元，约为“16 华综 01”和“16 华综 02”本金合计（40.00 亿元）的 6.63 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，2016 年公司 EBITDA 为 27.89 亿元，余额为“16 华综 01”和“16 华综 02”本金（40.00 亿元）的 0.70 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 2016 年经营活动产生的现金流入量 175.17 亿元，约为“16 华综 01”和“16 华综 02”本金（40.00 亿元）的 4.38 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。

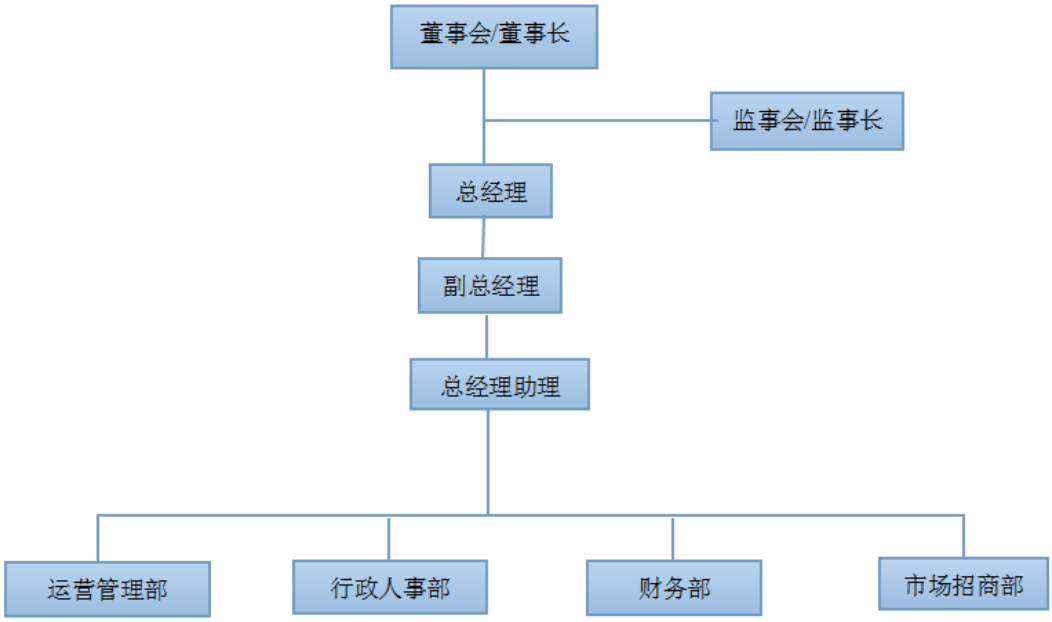
八、综合评价

2016 年，公司经营状况良好，在珠海市仍具有较强的业务垄断优势，且土地一级开发以及大宗商品批发业务收入规模保持稳定增长，公司持有的珠海金控股权为公司带来了稳定的投资收益。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资产受限规模大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将依托城市运营板块、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
组织结构图



附件 2　珠海华发综合发展有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	526.81	624.10	622.78
所有者权益（亿元）	227.35	265.09	269.54
短期债务（亿元）	58.67	128.02	72.40
长期债务（亿元）	131.83	127.20	113.67
全部债务（亿元）	190.50	255.22	186.07
营业收入（亿元）	102.70	135.65	18.54
净利润（亿元）	6.48	10.54	4.63
EBITDA（亿元）	22.21	27.89	--
经营性净现金流（亿元）	-8.26	32.45	-18.70
应收账款周转次数(次)	3.47	7.41	--
存货周转次数（次）	0.34	0.47	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.24	--
现金收入比率（%）	105.93	126.89	52.88
总资本收益率（%）	4.68	4.58	--
总资产报酬率（%）	4.42	4.31	--
净资产收益率（%）	3.09	4.28	--
营业利润率（%）	19.37	15.77	27.05
费用收入比（%）	10.59	9.29	14.80
资产负债率（%）	56.84	57.52	56.72
全部债务资本化比率（%）	45.59	49.05	40.84
长期债务资本化比率（%）	36.70	32.42	29.66
EBITDA 利息倍数（倍）	1.25	1.84	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.11	--
流动比率（倍）	2.75	2.06	2.07
速动比率（倍）	1.22	1.01	0.97
现金短期债务比（倍）	0.85	1.02	1.64
经营现金流动负债比率（%）	-5.07	14.28	-8.32
EBITDA/待偿本金合计	0.56	0.70	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、本报告将其他流动负债和长期应付款中的带息款项纳入债务核算；4、公司 2017 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

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]
现金收入比率	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+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	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/（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	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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+应付融资租赁款

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+应付短期债券+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。