

信用等级公告

联合[2015]527 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拟发行的 2016 年公司债券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+，评级展望为“稳定”

珠海华发综合发展有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年九月二十三日

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

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 40 亿元（含 40 亿元）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2015 年 9 月 23 日

主要财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额（亿元）	142.62	238.62	394.25	483.51
所有者权益（亿元）	106.59	175.08	190.97	191.45
长期债务（亿元）	4.70	14.22	94.33	135.81
全部债务（亿元）	21.60	23.98	131.64	210.86
营业收入（亿元）	20.28	39.53	83.89	31.46
净利润（亿元）	0.21	3.37	6.84	0.58
EBITDA（亿元）	0.51	5.53	14.20	--
经营性净现金流（亿元）	-4.89	8.76	-13.81	-4.16
经营活动流入量（亿元）	15.55	63.53	86.69	59.47
营业利润率(%)	9.80	17.77	19.54	19.56
净资产收益率(%)	--	2.39	3.74	0.30
资产负债率(%)	25.26	26.63	51.56	60.40
全部债务资本化比率(%)	16.85	12.05	40.80	52.41
流动比率	3.25	4.92	3.36	2.91
EBITDA 全部债务比	0.02	0.23	0.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.20	2.11	2.34	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.01	0.14	0.36	--

注：①本报告中数据如无特别注明均为合并口径。②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；除特别说明外，均指人民币。③2015 年上半年财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”或“综合发展”）的评级反映了公司作为珠海市规模较大的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合发展公司，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”）的大力支持，近年来公司资产规模和营业收入增长较快。同时，联合评级也关注到公司城市运营板块正处于大规模投资建设期，存在较大的资金压力以及整体盈利能力较弱等不利因素对公司正常运营和债务偿还带来的不利影响。

近年来珠海市经济增长较快，财政实力不断增强，公司未来发展面临良好外部环境。未来随着公司十字门商务区、金湾区航空新城、保税区二期等项目的继续推进，公司的收入和利润有望进一步增长，对外融资压力有望有所缓解。公司整体信用状况保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿付的风险很低。

优势

1. 近年来珠海市经济水平快速发展，财政实力不断增强，为公司城市综合服务主业创造了良好的外部环境；公司主要运营区域所在的横琴区是当地重点发展的产业升级平台，未来发展前景广阔。

2. 公司母公司华发集团是珠海市首批两家总部企业之一，整体实力雄厚，未来公司可获得母公司的大力支持。

3. 公司在开发项目体量较大，部分项目完工未来将成为公司收入和利润的增长点，公司未来盈利能力有望增强。

4. 公司近年营业收入和利润规模快速增长，整体经营发展趋势良好。

5. 公司对外担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

关注

1. 公司土地一级开发业务规模大，受当地经济及房地产行业政策影响，收益实现具有一定的不确定性。

2. 公司贸易收入占比较大，需关注未来宏观经济政策对贸易收入的影响及贸易违约风险。

3. 公司处于项目建设高峰期，需关注未来项目资金回笼不佳对公司项目的进度和再投资需求的影响；未来大规模投资亦将加大公司融资压力，近年来公司债务规模快速增长，债务负担呈大幅上升趋势。

4. 公司与关联方往来款规模较大，一定程度上对公司资金形成了占用；近年来公司经营净现金流波动较大，整体盈利能力有待提升。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@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）

网址：<http://www.unitedratings.com.cn>

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

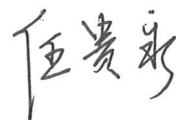
本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

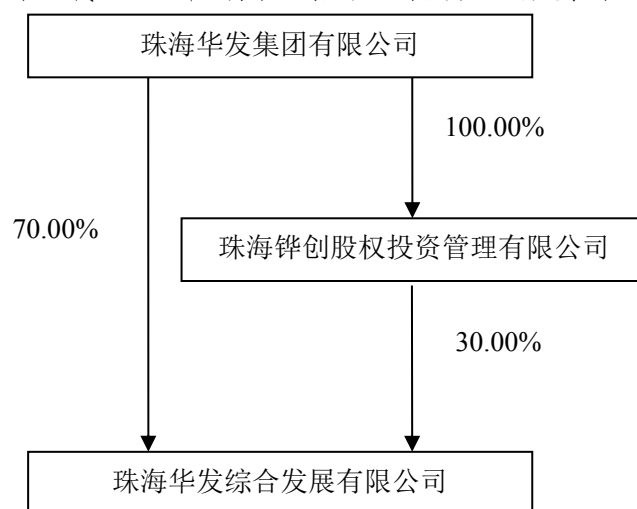


一、主体概况

2012年7月，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%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。2013年12月，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。2014年4月，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”。

2014年4月，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9.97亿元，公司实收资本达10亿元，其中华发集团持股70%，铎创股权投资持股30%。截至2015年6月末，公司注册资本10亿元。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6月末公司股权结构和实际控制关系图



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6月末，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家全资子公司；在职员工5,476人。

截至2014年末，公司合并资产总额为394.25亿元，负债总额203.28亿元，所有者权益（含少数股东权益）190.97亿元；2014年，公司实现营业收入83.89亿元，净利润（含少数股东损益）

6.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.81 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.40 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 483.51 亿元，负债总额 292.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）191.45 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 31.46 亿元，净利润（含少数股东损益）0.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.86 亿元。

公司住所：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：席晓乐。

二、本次公司债券概况

1. 本次公司债券概况

本次公司债券名称为“珠海华发综合发展有限公司 2016 年公司债券”，本次公司债券发行规模为不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元），首期债券计划发行规模为 20 亿元，可超额配售不超过 20 亿元。本次公司债券面值为 100 元，按面值平价发行。本次公司债券为固定利率债券，期限不超过 5 年（含 5 年）。本次公司债券采取公开发行方式。本次公司债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本次公司债券募集资金用途

本次公司债券发行募集资金拟偿还金融机构借款后剩余部分用于补充营运资金。

三、行业分析

公司主营业务分为三个板块，分别为城市运营板块、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。

1. 土地一级开发

行业概况

由于城市人口增加和社会经济活动不断发展，人们对城市土地的需求不断扩大，而可供城市利用的土地又非常有限。同时，由于具有特定用途的土地非常稀缺，所以，必须科学规划和布局，以合理、高效、经济地开发利用土地。目前土地一级开发主要有以下几种典型模式：

模式一：一二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式比较普遍，近期可能存在机会，但长远来看，发展空间越来越窄。政府主导可能会更加关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。

模式二：完全政府控制模式，以广州市为代表。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及市场供应。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。广州市成功的前提在于其土地开发实施较早，操作难度小、成本低，因此政府有能力承担全部的土地开发资金。

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

模式四：政府主导、市场化运作模式，以北京市为代表。控制土地储备计划和供应计划；充分利用社会力量实施土地一级开发。其背景在于北京市城市规模巨大，政府无法垄断一级开发市

场。

根据国土部 2010 年 9 月发文明确要求，在 2011 年 3 月末前，土地储备机构必须与其下属和挂靠的从事土地开发相关业务的机构彻底脱钩，各地国土资源部门及所属企事业单位都不得直接从事土地一级市场开发。这意味着由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级开发的主要发展趋势。这种模式中，政府根据土地市场调查确定土地需求状况，以“招、拍、挂”方式将拟开发的土地按照“熟地”出让，提前确定土地使用权受让人，并由土地使用权受让人分期支付土地受让价款用于土地一级开发。政府通过招标等方式确定具备资格的企业，在土地出让合同规定的期限内将出让的土地开发为符合土地受让人要求的条件（熟地），土地开发完成经验收合格后，政府与土地受让人正式移交土地。由政府主导的市场化运作模式在保证政府主导土地一级开发的基础上能有效利用市场资源，减轻政府开发资金压力。

融资模式

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；土地一级开发主体直接融资，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；土地一级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 1 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

从上表可以看出，目前土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过发行债券和基金、信托等方式筹集资金有望渐成趋势。融资能力是对土地一级开发的关键要素，资金获取能力强、融资渠道宽的企业具有一定的竞争优势。

竞争格局

土地一级开发市场具有明显的区域性，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，从事全国性土地一级开发的企业较少，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土地一级开发的关键，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），均会给土地一级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土地一级开发市场，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。

行业关注

成本风险。开发投入超出专业机构评估确定的基准地价，拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发上恐面临亏损风险。《国有土地上房屋征收和补偿条例》中规定，危旧房改造须有 90% 以上人数同意且征收补偿额按市场评估价确定则进一步加大了拆迁成本。

延迟风险。长期占用大量资金，对于只是用于储备的土地，经土地储备中心验收后，由其用自有资金偿付给开发商，欠款风险加大。如果拆迁工作不顺利，也会推迟整个项目的完工时间。

信用风险。存在政府违约行为的风险，在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

法律风险。与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发而言，土地一级开发的政策不全面，全国性的政策规定比较原则性，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

一级开发不具备可复制性，会大大制约企业的快速成长，一级开发太靠近政府，各市、区情况差异很大，前景看好的地块基本被瓜分，因此不具备可复制性。即使一级市场完全招拍挂，如果企业不同当地政府长期磨合，进行充分调研，那么，企业在短暂的招标期内也很难做出正确判断，高质量的实施方案更无从谈起。一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，资本规模较小的企业，很难同时进行多个一级开发项目。

未来发展

企业和政府在城市土地开发中追求的目标和市场行为不同。前者主要关注短期经济效益，后者则关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。因此，必须由政府主导土地储备与开发，从源头上加强对房地产市场的控制权和对土地增值收益的索取权。目前，在北京、上海、杭州、广州等城市，开始以政府为主导，进行土地储备和有计划供应，加强政府对土地市场的调控力度。

政府进行市场化运作的目的：一是提高效率，二是不愿承担风险。政府可以为自己投资的企业进行贷款担保，但不会为民营企业提供担保。因此，规避风险的意愿会体现在招投标门槛上。例如，1）巨额的资金保障。要求投标保证金达几亿元，存入政府指定的专用帐户，封闭运行；2）限定性的开发周期。约定时间内完不成则无偿收回；3）开发资质、资产规模和经验，等等。

有实力的企业会越来越多地介入土地一级开发。对于资金实力雄厚的公司，可以通过一级开发获取稳定的投资回报。目前很多公司只是同当地政府签署协议，约定不再接纳其它开发商，其实并没有完全获得一级开发授权。政府和企业双方对于划定区域，共同讨论、制定区域整体规划和实施方案。另外，以土地一级开发为龙头，在取得稳定收益时，实现可持续发展。

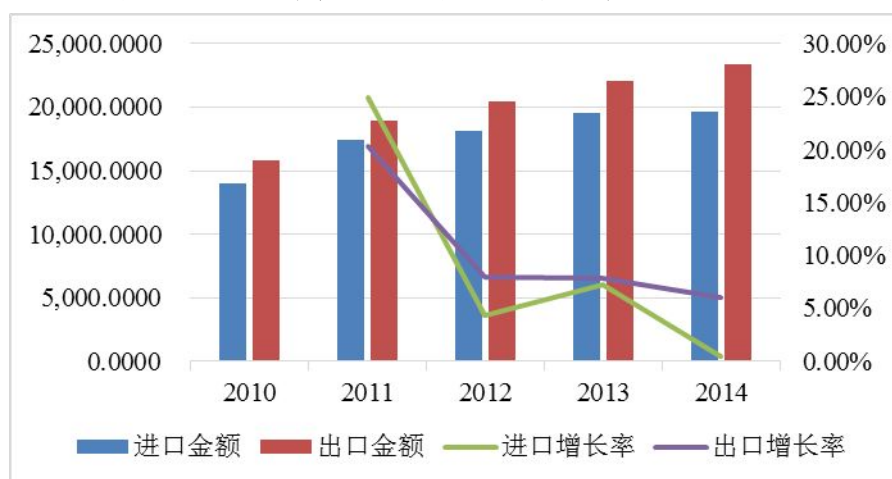
总体看，土地一级市场开发的行业门槛会逐步抬高，对于资本实力相对雄厚、资质和管理经验相对完善的开发企业是机会，未来上述因素将在日趋激烈的竞争中转化为优势。

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,中国贸易进出口增速明显放缓,如下图所示。2014年中国进出口总值达到4.30万亿美元,扣除汇率因素同比增长3.46%,比2013年下降了4.08个百分点;其中出口2.34万亿美元,同比增长6.05%;进口1.96万亿美元,同比增长0.53%。

图2 2010~2014年中国对外贸易进出口情况(单位:亿美元、%)



资料来源:国家统计局

(1) 贸易方式结构逐渐改变

近年来,我国进出口中贸易方式结构逐渐改变,一般贸易比重上升并超过加工贸易。据海关总署统计,2014年,一般贸易进出口总额为2.29万亿美元,同比增长4.2%,占我国进出口总值的53.80%,比上年提高1.00个百分点;加工贸易依旧增长缓慢,进出口总额为1.40万亿美元,同比增长2.80%,占比32.70%,比上年上升0.10个百分点。

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,一定程度上反映出我国贸易方式的优化。

(2) 产品结构持续优化

近几年,我国贸易产品结构不断优化。机电产品、传统劳动密集型产品出口持续增长,部分高端产品出口增速较快。2014年,我国机电产品出口8.05万亿元,增长2.60%,占出口总值的比重为56%。同期,纺织品、服装、箱包、鞋类、玩具、家具、塑料制品等7大类劳动密集型产品出口2.98万亿元,增长4.00%,占20.70%。在进口方面,我国对外贸易进口产品增长比较快的为进口消费品和能源类商品。2014年,我国消费品进口9,362.70亿元,增长14.9%,明显快于同期我国进口的总体增速,占同期我国进口总值的7.8%。同期,主要大宗商品进口量保持增长,其中进口铁矿石9.3亿吨,增长13.8%;进口原油3.1亿吨,增长9.5%;大豆7,139.9万吨,增长12.7%;钢材1,443.2万吨,增长2.5%;铜482.5万吨,增长7.4%。此外,进口煤炭2.9亿吨,下降10.9%;进口成品油2,999.7万吨,下降24.2%。

(3) 国内贸易稳步发展

2011年以来,国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局数据显示,2014年全年社会消费品零售总额262,394亿元,比上年增长12.00%,扣除价格因素,实际增长10.90%。按经营地统计,城镇消费品零售额226,368亿元,同比增长11.80%;乡村消费品零售额36,027亿元,

同比增长 12.90%。按消费形态统计，商品零售额 234,534 亿元，同比增长 12.20%；餐饮收入额 27,860 亿元，同比增长 9.70%。限额以上单位商品零售 124,971 亿元，同比增长 9.80%。2015 年 1~7 月，社会消费品零售总额 165,916 亿元，同比增长 10.40%。其中，限额以上单位消费品零售额 77,265 亿元，增长 7.30%。

图 3 社会消费品零售总额及增长率情



资料来源：国家统计局

总体看，目前，全球经济依旧处于深度调整之中，前景仍不明朗，国内经济面临下行压力，但对外贸易发展质量效益有所改善，总体稳中趋好，发展进入新常态，对内贸易规模增速逐渐趋稳，未来随着中国产业转型和产能优化，国内贸易将不断优化发展。

行业竞争

（1）国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，部分产业供过于求矛盾凸显，传统制造业产能普遍过剩，行业利润大幅下滑，中小企业普遍经营困难，对进出口增长产生一定抑制；同时，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

（2）国际贸易竞争优势不断弱化

目前，我国面对东南亚等新兴市场的低成本竞争时已不具备成本优势，人民币升值不断削弱我国商品出口的竞争力，劳动力、土地等要素成本价也处于上升阶段，这会对我国外贸行业未来发展造成较大影响。其次，目前我国企业普遍存在劳动力缺口，工人工作效率较低，随意性强，人员流动性大，增加了企业的管理成本。

行业关注

（1）缺乏统一、权威、专业性的国内贸易促进机构

长期以来，中国国际贸易促进委员会专门负责我国对外贸易促进工作，在对外贸易促进中发挥了很大作用，在相当长的发展过程中形成了比较高的权威性、专业性。虽然由于行政体制改革的原因，国际贸易促进委员会目前的职能定位和机构性质比较模糊，但它仍承担着大量的对外贸易事务性、促进性工作。相比之下，国内贸易领域缺乏这样的统一、权威、专业性的促进机构。

（2）外部贸易环境日趋复杂

截至 2014 年末，共有 22 个国家和地区对中国出口产品发起贸易救济调查 97 起。其中，反倾销 61 起，反补贴 14 起，保障措施 22 起，涉案金额 104.9 亿美元。此外，中国产品还遭受美国 337 调查 12 起，欧盟发起的反规避调查和反吸收调查各 1 起，新发起的案件数量和涉及金额持续在高位运行。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的，且高科技产品成为摩擦的新热点。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

行业政策

（1）支持外贸、促进进口、调整结构政策不断升级

2012 年 4 月，国务院出台了《关于加强进口促进对外贸易平衡发展的指导意见》，要求在保持出口稳定增长的同时，更加重视进口，坚持进口与出口协调发展原则，优化进口结构，稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口。2013 年国务院发布了 83 号文件，推出了促进进出口稳增长、调结构的 12 条措施，稳定了外贸增长预期，激发了市场活力。2014 年，国家在深化实施 83 号文件的基础上，在税收、金融、投资等方面提出更多的政策措施，如促进信息消费政策、新能源汽车补贴政策以及促进风电发展的意见等政策都将进一步增强战略性新兴产业的增长动力。2014 年 5 月，国务院办公厅发布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，涉及完善人民币汇率形成机制、放开原油进口限制以扩大原油进口渠道、保持货物贸易的稳定增长、支持服务贸易的发展、同时扩大营改增范围、对服务出口实行零关税或者免税，鼓励增加消费品进口等 16 条意见。

商务部围绕培育外贸经济新优势，在技术、质量、服务、品牌方面出台指导意见和扶持政策，加快企业转型升级；加强进口工作，鼓励进口贸易创新；推进外贸三项建设（转型升级示范基地建设，国际营销网络建设和商务平台建设），创造新的增长点。

（2）财税和价格政策对国内贸易支持力度加大

“十二五”规划中提到，要着眼于搞活流通、扩大消费，优化结构，突出重点，积极发挥中央财政资金的促进作用，大力支持国内贸易关键领域、薄弱环节，提升国内贸易行业的综合服务能力。要认真落实现行的各项税收优惠政策，进一步完善有利于国内贸易行业健康发展的税收政策。实行结构性减税，重点支持农产品流通、生活服务业、连锁经营企业发展和废旧商品回收体系建设。

从国家未来发展政策来看，国家着力扩大内需、完善促进消费政策措施，为国内贸易发展提供了不竭动力；工业化进程进一步加快，城镇化积极推进，对外开放进一步扩大，为国内贸易发展提供了更大空间；深化收入分配制度改革，健全社会保障体系，建立扩大消费需求的长效机制，有利于提高居民消费能力，改善消费预期，为国内贸易发展提供了市场潜力；物联网、云计算等新一代信息技术的应用，将加快经营管理模式创新，推动流通向网络化、智能化方向发展，为国内贸易发展提供了有力支撑。

（3）出口退税政策多次调整

2008 年下半年以来，为了降低国际金融危机的负面影响，中国连续 7 次大规模上调劳动密集型产品和机电产品的出口退税率（见下表），一定程度上增强了市场信心，缓解了出口紧张局面。2010 年以来，国家为了促进产业结构调整、推进节能减排，于 2010 年 7 月取消了六大类 406 种产品的出口退税，这是继 2008 年下半年中国重启上调出口退税率政策以来，国家首次对出口退税政策进行反向调整。此次取消退税的 406 个税号仅占海关税号总数的 3% 左右，2009 年上述产品

实现出口 110 亿美元，仅占当年出口总额的 1%左右，预计不会造成出口的大幅下滑；同时有利于引导企业优化产品结构，提高出口产品质量和档次。2012 年以来，中国外贸增速受到一定程度的波动，特别是 7 月份后，出口增速由于外部有效需求不断萎缩而急剧回落。2012 年 9 月，国务院出台了 8 项措施促进外贸稳定增长，倡导加快出口退税进度、扩大出口信用保险、扩大贸易融资规模等。

表 2 2010 年以来中国的出口退税调整

时间	内容
2012	新增规定集团内成员企业收购出口的成员企业及集团公司生产的货物可视同自产货物退(免)税；将原定视同内销货物计提销项税额或征收增值税的部商品改为免税政策，包括出口企业未在规定期限内申报退(免)税的货物、出口企业虽已申报退(免)税但未在规定期限内向税务机关补齐有关凭证的货物以及出口企业未在规定期限内申报开具《代理出口货物证明》的货物。
2013	国务院关税税则委员会颁布《2013年关税实施方案》为增加出口，2013年我国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。
2014	《财政部海关总署国家税务总局关于租赁企业进口飞机有关税收政策的通知》(财关税[2014]16号)明确，自2014年1月1日起，租赁企业一般贸易项下进口飞机并租给国内航空公司使用的，享受与国内航空公司进口飞机同等税收优惠政策。
2015	财政部、国家税务总局《关于调整部分产品出口退税率的通知》从2015年元月起提高部分高附加值产品、玉米加工产品、纺织品服装的出口退税率。 国务院印发《关于完善出口退税负担机制有关问题的通知》从2015年起，出口退税(包括出口货物退增值税和营业税改征增值税出口退税)全部由中央财政负担，以确保出口退税资金及时足额到位。 国家税务总局出台《关于出口退(免)税有关问题的公告》公告2015年第29号，从八个方面调整出口退(免)税政策，简化企业办理手续。

资料来源：海关总署

行业发展

国内贸易方面，“十二五”规划中明确提到，要引导新型消费方式，鼓励发展信用消费，支持商贸服务企业扩大信用销售规模；积极发展租赁消费，大力培育汽车租赁市场；积极发展电子商务、网络购物等消费业态。在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，在一定程度上给对外贸易的未来发展产生了制约。

总体看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

3. 物业管理

行业概况

2012 年以来，我国物业管理行业法律法规不断完善，安徽省、福建省、山东省、江苏省、浙江省、广州市等 24 个省、市先后颁布实施了物业管理条例或办法（部分为对原有物业管理条例或办法进行的修订）。这些法律法规的出台，进一步健全了物业管理法规，用以规范物业管理服务行

为，维护业主权益，明确物业服务企业、业主与房地产开发企业的权利义务关系，加强了业主对物业服务企业的约束监督。

2014 年 10 月，由中国物业管理协会编写的《物业管理行业发展报告》全面反映了当前行业的发展状况并发布了统计数据。通过对全国 31 个省、自治区、直辖市的不完全调查及统计，到 2014 年底，物业管理面积约为 200 亿平方米，营业收入规模达到 7,800 亿元。2014 年物业管理从业人员数量约为 700 万人，较 2008 年经济普查公布的 250.12 万人增长了约 145%。但是，一线员工流动率不断走高，是当前企业遇到的难题。2014 年物业服务企业约为 10 万家，较 2008 年经济普查公布的 5.84 家增长了约 71%。各省、自治区、直辖市物业服务企业中，广东、江苏、山东位居前三。全国一级资质物业服务企业数量 1,168 家，广东、北京、江苏位居前三，分别占 19%、10.4%、8.5%。

行业竞争

目前，物业服务市场基本上处于一个良性竞争的状态，没有形成垄断或者寡头垄断市场，这也就导致了有众多势均力敌的竞争者，这是导致行业内竞争激烈的首要原因。同时，伴随着房地产开发的升温，物业行业的供不应求和丰厚的潜在利润也使得各个企业不断采取扩大或巩固稳定的策略，甚至“一些小企业宁愿取得低于正常水平的收益来扩大自己的规模”，引起竞争激化。物业行业作为一个朝阳产业，进入这一领域取得成功的可能性大，在这种行业发展趋势的推动下，企业之间的竞争更加激烈。此外，由于“服务”这一商品的特殊性，其产品的差异度主要是通过给消费者即业主带来的效用来进行衡量的。而“效用”本身则带有主观色彩，这使得企业要突显其产品差异来获得有利的竞争地位更为困难，行业竞争进一步加剧。

总体看，物业行业在我国作为一个发展时间较短的朝阳行业，行业集中度较低，尚处于一个良性竞争的状态。

行业关注

（1）专业人才缺乏

物管行业在我国发展的时间尚短，缺乏专业的针对物业管理人员的教育和培训，目前的物管人员不管是在专业技能上还是在综合素质上都存在着比较大的个体差异，整体来看离物业管理的要求还有相当的距离。人员素质较低的问题凸显，越来越难以满足“挑剔”的业主的需求。

（2）行业盈利较难

物业收费是物业服务企业的主要收入来源，然而，由于物业管理在近些年才逐渐被人们所熟知和接受，很多人对物业管理的认识存在着偏差，导致物业费收缴难。此外，经营成本刚性上涨，物业服务费缺乏弹性，两头挤压让企业陷入生存困境，行业整体处在微利状态甚至亏损状态。

（3）行业标准混乱

我国物业管理行业，目前没有与之相对应的国家行业性运营标准，通过 ISO 认证成为现阶段国内物业管理企业建立标准化运营体系的主要途径。由于缺乏规范标准和监管，加之广大业主对提供服务的物业管理者的要求越来越高，近年来，针对物业服务企业的投诉量逐年增多。

行业发展

（1）行业规模及专业水平将提升

中国巨大的市场发展空间，将极大地推进行业专业化、市场化、规范化进程，将推动物业管理加速向中国西部地区、中小城市及农村推进，通过行业服务管理经验的积累，将使一大批品牌企业的综合实力进一步提升。

（2）较好的政策环境

随着行业发展所依托的社会、经济、法制、市场环境的变化，物业管理正呈现提档升级的多元化发展态势。预计今后几年，法规政策的完善、监管体系的建立、定价机制的转变、税收政策的突破，将为行业发展打造相对宽松的外部环境。

（3）行业竞争将导致行业细分

行业“洗牌”将进一步加剧，企业将从数量型发展转向效益型发展。市场调节将促进企业数量及其管理的物业面积更趋合理化、效益化。预计未来的物业管理市场，将细分出许多子市场。

总体看，在未来一段时期，我国物业管理行业的发展空间较大，行业外部环境相对宽松，行业将趋于成熟。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司为华发集团的全资子公司，实际控制人为珠海市国资委。经过多年的发展，公司已形成了集城市运营板块、现代服务板块和商贸物流板块三大板块业务为主体的业务平台结构。截至2014年末，公司下辖3家一级子公司，注册资本10.00亿元，实现营业收入83.89亿元。

目前珠海市共有6大公共事业运营主体，即珠海华发综合发展有限公司、珠海城市建设集团有限公司、珠海水务集团有限公司、珠海交通集团有限公司、珠海港控股集团有限公司、珠海大横琴投资有限公司。珠海水务集团有限公司、珠海交通集团有限公司和珠海港控股集团有限公司属于专业性的公共运营主体，与公司城市运营业务交叉较少。

公司与珠海城市建设集团有限公司和珠海大横琴投资有限公司的业务均包含市政基础设施建设和投资，但与后两者相比，公司的竞争优势较为显著：首先，在城市运营经验方面，公司源于1986年成立的华发集团，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，拥有良好的资本结构、经营状况、充裕的资金、丰富的土地资源和市场开发经验；其次，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，而公司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。

总体看，公司规模较大，在珠海市区内竞争优势显著，经营定位较明确。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员包括董事长、副董事长、总经理、副总经理等共6名，公司高管人员均具有相关行业从业经验或管理经验，部分高管人员在公司任职时间较长，整体行业或管理经验丰富。

公司董事长郭凌勇先生，1973年出生，大学本科学历，曾任珠海华发股份有限公司市场部经理、珠海十字门中央商务区建设控股有限公司，常务副总经理等职务。现任珠海华发综合发展有限公司董事长，珠海华发集团有限公司副总经理、珠海十字门中央商务区建设控股有限公司董事长。

公司总经理席晓乐先生，1965年出生，大学本科学历，工程师，曾任珠海市房产公司工程部部长、总经理助理，珠海经济特区建材公司总经理、法人代表，珠海市建安集团公司董事、副总经理。现任珠海华发综合发展有限公司董事兼总经理，珠海华发集团有限公司企业发展总监。

截至2015年6月末，公司在职员工5,476人。从学历构成看，公司本科及以上学历者占比

18.44%，大专以下学历者占比 81.56%；从岗位构成看，公司管理人员占比 5.30%，技术人员占比 20.67%，生产人员及其他人员占比 74.03%；从年龄构成看，公司 50 岁以上者占比 9.66%，31~50 岁者占比 55.84%，30 岁以下者占比 34.50%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具有丰富的行业经验和管理经验；公司员工情况构成较合理，能够满足公司目前经营发展的需要。

3. 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，母公司在 2012~2014 年通过不同形式分别给予公司资产或资金支持 10.72 亿元、57.58 亿元和 4.55 亿元，对公司经营产生了一定积极影响，具体支持情况如下表所示：

表 3 近年公司获得支持情况（单位：亿元）

年度	项目	金额	事项
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	

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司控股股东华发集团对公司支持力度较大，促进了公司的发展，未来公司作为华发集团整体发展规划中重要组成部分，有望得到其持续支持。

4. 区域优势

地理位置

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。

经济环境

根据珠海市统计局网站资料显示，2014 年，全市完成地区生产总值 1,857.32 亿元，同比增长 10.3%，增速高于全国和全省平均水平。全市规模以上工业增加值同比增长 11.2%，先进制造业和高技术制造业占全市规模以上工业增加值的 47.3%和 25.9%，占比分别比上年提升 2.0 和 1.4 个百分点。

固定资产投资方面，2014 年，全市固定投资总量达 1,135.05 亿元，同比增长 23.5%，增速连

续四年居珠三角首位。从结构上看，2014 年，全市三次产业结构比为 2.6: 50.6: 46.8，第二产业完成投资 276.04 亿元，增长 15.6%；第三产业完成投资 857.33 亿元，增长 26.2%，其中房地产投资 388.30 亿元，增长 42.5%。

从消费来看，全市社会消费零售总额 815.71 亿元，同比增长 13.2%，其中，汽车消费同比增长 28.1%，食品类、服装类、日用品类商品零售额增长较快，分别增长 16.6%、17.2%、20.3%。受横琴长隆国际海洋公园正式运营和航展盛事拉动，全市住宿业、餐饮业营业额同比分别增长 87.1%和 10.7%。2014 年，全市商品房销售面积为 336.09 万平方米，同比下降 1.8%，降幅收窄。

从外贸进出口情况来看，2014 年，珠海外贸进出口总值 549.98 亿元，同比增长 1.3%，其中，出口 290.54 亿美元，增长 9.3%；进口 259.44 亿美元，下降 6.3%。进出口顺差（出口减进口）31.1 亿美元，比上年（逆差 10.97 亿美元）增加 42.07 亿美元。

2014 年，全市一般公共预算收入 224.31 亿元，增长 23.6%，增幅居珠三角首位。财政收入快速增长主要系税收收入增加所致，全年完成税收收入 181.93 亿元，同比增幅达 25.4%。一般公共预算支出主要投入民生建设，全市财政九项民生支出 172 亿元，增长 13.8%，占支出总额比重提高至 63.6%。

2015 年 1~6 月，珠海市全市 GDP 为 907.89 亿元，同比增长 9%；规模以上工业增加值 474.84 亿元，同比增长 10.1%；固定资产投资 565.89 亿元，同比增长 17.8%；社会消费品零售总额 432.87 亿元，同比增长 10.7%；原油进口受价格下跌影响，外贸进出口额 215.34 亿美元，同比下降 9.5%，其中出口 121.7 亿美元，同比增长 8.3%；一般公共预算收入 141.81 亿元，同比增长 23.3%。

政策环境

2008 年 12 月，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 3,000 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”下粤港澳合作新模式的示范区、改革开放和科技创新的先行区、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。公司作为十字门中央商务区的城市运营商，其在基础设施建设方面具有较大发展空间。

总体看，公司所在珠海市经济保持平稳较快发展，居民消费能力不断提高；受利好政策影响，珠海地区未来的经济发展动力有望增强，经济的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

五、管理体制

1. 治理结构

公司按照《公司法》等有关法律，以及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由股东会、董事会、经理层组成的法人治理结构体系，并确立了股东会、董事会、经理层在决策、执行、监督等方面的职责权限、程序以及应履行的义务，形成了权力机构、决策机构、经营机构和监督机构科学分工、各司其责、有效制衡的治理结构。

根据公司章程，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4人，由股东会选举，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，由股东会聘任，任期三年，任期届满，可以连任。

总体看，公司法人治理结构有效，董事会能够独立运作，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司根据自身经营管理的需要，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。公司部门设置清晰，符合自身经营特点。目前，公司各业务管理部门分工明确，各项管理制度、管理规范开展和执行情况良好。

财务管理方面，通过发展核心产业、合理运用资本运作手段，根据集团公司战略规划，有效配置财务资源，保障公司健康、持续、稳定发展。财务工作遵循：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规定。

现金管理方面，公司的现金管理、银行存款管理、备用金和其他货币资金管理、票据及印鉴管理、收款管理、支付管理和监督检查等按照现金管理有关规定执行；在货币资金管理的人员配置方面，公司建立了货币资金业务的岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责权限，确保办理货币资金业务的不相容岗位相互分离，严禁由一人办理货币资金业务的全过程；公司配备出纳人员，负责办理现金收付和银行账户结算业务；并按照规定，出纳人员不得兼任稽核、会计档案保管和收入、支出、费用、债权债务账目的登记等工作。

预算管理方面，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。

投融资管理方面，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。

担保管理制度方面，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。

采购和招投标管理制度方面，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。

对子公司管理方面，公司对控股子公司的财务、重大投资、人事等方面工作实行统一管理。

公司各职能部门对子公司相关业务和管理进行指导、服务和监督，对控股子公司战略发展情况进行全程跟踪；财务部定期取得并审阅各子公司的月度、季度、半年度及年度财务报告，对财务政策、资金监管、收支情况进行系统管理。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，控股股东华发集团对公司的管控力度较大，管理运作情况良好。

六、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。

表 4 2012~2015 年 6 月公司主营业务经营情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业服务	1.69	8.43	22.12	2.04	5.20	21.48	2.88	3.47	25.14	1.16	3.79	8.33
汽车销售	2.91	14.52	8.04	2.85	7.26	8.73	2.87	3.46	6.14	1.20	3.92	10.78
土地一级开发	10.24	51.10	15.36	12.19	31.07	51.25	31.43	37.91	52.67	10.36	33.79	58.74
大宗商品批发	5.03	25.1	3.09	21.42	54.60	2.09	43.95	53.01	1.19	16.63	54.25	0.87
租赁收入	--	--	--	--	--	--	0.16	0.19	87.99	0.07	0.22	22.05
停车场收入	--	--	--	--	--	--	0.20	0.24	14.89	0.08	0.27	-23.48
其他	0.16	0.80	-15.43	1.04	1.85	38.14	1.44	1.73	6.45	1.16	3.77	6.60
合计	20.04	100	11.54	39.23	100	19.87	82.91	100	22	30.66	100	21.29

资料来源：公司提供

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，2012~2014 年，公司主营业务收入规模逐年扩大，公司主营业务收入年复合增长率为 103.40%；同期，净利润年复合增长率为 471.83%。2013 年，公司实现主营业务收入 39.23 亿元，同比增长 95.75%；净利润 3.37 亿元，同比增长 1,510.58 %。2014 年，公司实现主营业务收入 82.91 亿元，同比增长 111.36%；净利润 6.84 亿元，同比增长 103.02 %。

业务构成方面，公司主营业务包括土地一级开发、大宗商品批发、物业服务、汽车销售等，土地一级开发业务和大宗商品批发业务收入占比较大，2014 年分别占 37.91%和 53.01%；物业服务收入和汽车销售业务收入占比随着公司主营业务收入规模的增多而有所下降，2014 年分别占 3.47%和 3.46%。

毛利率方面，公司物业服务业务毛利率 2012~2014 年呈波动上升趋势，2014 年为 25.14%；汽车销售业务毛利率受行业整体市场情况影响 2012~2014 年呈波动下降趋势，2014 年为 6.14%；随着相关地块的升值，土地一级开发业务毛利率 2012~2014 年持续增长，2014 年为 52.67%；大宗商品批发业务毛利率 2012~2014 年呈持续下降趋势，2014 年为 1.19%，主要系毛利较高的建材业务比重减小所致。2012~2014 年，公司主营业务毛利率逐年增长，2014 年为 22.00%，主要系土地一级开发业务毛利率增长较高所致。

2015 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 30.66 亿元，主营业务收入中依然以土地一级开发和大宗商品批发为主，占比较上年变动较小；毛利率方面，2015 年上半年公司综合毛利率为 21.29%较上年微降 0.71 个百分点，毛利水平较为稳定。

总体看，主营业务板块不断扩张，收入规模逐年增长，大宗商品批发及土地一级开发在公司主营业务中占比较高，受土地一级开发业务毛利率上升影响，公司总体毛利率不断提高。

2. 土地一级开发

运营模式

公司土地一级开发业务采用授权形式，由珠海市国土部门经报市政府批准后，市政府授权公司对片区进行土地一级开发，开发用地不注入公司。

公司对其负责开发范围内的土地进行一级开发规划编制、投融资、土地现状调查、青苗补偿、拆迁安置、收购土地、土地平整及道路、供电、供水等基础设施以及公园、绿地等公共设施建设。土地一级开发范围全部包括在土地一级开发项目范畴当中，不另设单独的市政项目。经营性用地在土地一级开发完成后由珠海市政府以“招、拍、挂”的方式出让。

成本核算方面，开发成本主要包括规划编制费、新增建设用地使用费、征地拆迁补偿费、收购、收回和土地置换过程中发生的有关补偿费用和税费、市政基础设施和公共设施建设有关费用、贷款利息、第三方费用、经相关部门核准的其他支出。

验收与结算方面，土地一级开发验收与结算分为两种方式，一种为定期验收与结算：按年度进行。另一种为分项验收与结算：一级开发相关子项目完成后，由公司按子项目完成情况上报验收与结算。

收益分配方面，土地出让收入按规定缴入珠海市财政专户后统一上缴国库，十字门公司的收益由珠海市财政局按照以下方式结算支付：完成土地一级开发后的经营性用地出让后，按土地功能不同从土地出让金中扣除相关税费后，确定相应的比例给予十字门公司作为收益（商业、住宅按 35%；办公、会展、酒店和其他按 55%）。

会计核算方式上，公司用于一级开发的土地，在招拍挂前属于当地政府，不计入公司财务报表，公司进行土地一级开发发生的支出计入存货当中的开发成本，借记存货-开发成本，贷记银行存款；一级土地开发完毕，当地政府进行招拍挂出让土地后，公司根据土地出让分成确认收入，借记应收账款，贷记主营业务收入，同时结转出让土地的成本，借记主营业务成本，贷记存货。

支付土地分成款回收方面，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。政府收到全部土地出让金后，按照与公司协议约定，先向公司支付 50% 土地分成收益，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。

主要开发项目

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 2014 年末，十字门公司总资产 265.58 亿元，所有者权益 151.94 亿元；2014 年全年实现营业收入 31.82 亿元，净利润 8.33 亿元。

十字门中央商务区开发区域包括湾仔片区和横琴片区。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及相关成本后再将剩余资金按确定的相应比例拨付公司作为收益，分成比例为协议约定；其中，商业和住宅用地按 35.00% 拨付，办公、会展、酒店和其他用地按 55.00% 拨付。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。2014 年，十字门区域出让土地 81.13 万平方米，公司实现土地分成收入 31.43 亿元。

根据公司发展规划，公司在十字门中央商务区范围内的主要在建工程为 4 个，总投资达 218.00 亿元，截至 2015 年 6 月末，项目已投资 112.56 亿元，占项目总投资的 51.64%，未来还需近 105.44 亿元，其中 2015~2018 年预计将投资 119.35 亿元，未来 3~4 年内公司在十字门中央商务区投资规模较大，具体项目投资规划如下表所示。

表 5 截至 2015 年 6 月末十字门中央商务区开发投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2015 年 6 月末已投资	计划投资额				
			2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
十字门中央商务区土地一级开发	84.00	35.29	15.85	17.85	10.15	6.23	3.37
会展商务组团	87.00	66.24	7.30	8.60	4.86	--	--
横琴国际金融大厦	40.00	7.70	2.17	6.88	12.03	10.90	--
横琴金融街	7.00	3.34	3.00	0.66	--	--	--
合计	218.00	112.56	28.32	33.99	30.78	26.26	3.37

资料来源：公司提供

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

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，多数项目启动时间较短。截止 2015 年 6 月末，公司其他在建项目合计总投资规模 246.14 亿元，已完成投资 37.42 亿元，占项目总投资的 15.20%，未来还需投入近 208.72 亿元，未来需投入规模较大。

表 6 公司其他在建项目开发投资情况（单位：亿元）

项目名称	预计完工时间	总投资	截止 2015 年 6 月末投资额	预计投资				
				2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
金湾航空城	2018 年	35.00	8.79	9.53	7.00	7.00	4.04	--
保税区二期	2019 年	20.00	0.86	6.26	7.00	6.28	--	--
上冲 TOD	2016 年	24.30	15.37	4.76	4.17	--	--	--
横琴创意谷	2016 年	10.00	3.58	5.43	4.16	--	--	--
高新区北围	2023 年	156.84	8.83	9.10	17.82	23.15	39.02	9.10
合计		246.14	37.42	35.08	40.15	36.43	43.06	9.10

资料来源：公司提供

从一级土地开发收入及回款情况看，2012~2015 年 6 月，公司一级土地开发的地块共出让 21 宗，主要集中在横琴区、湾仔区和金湾区三个区域，出让土地总建筑面积为 284.22 万平方米，实现营业收入 64.22 亿元，截至 2015 年 6 月底，确认现金流入为 41.05 亿元，回款金额占比 63.92%，回款情况一般。

表 7 近三年一期公司土地一级开发项目收益情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年		2015 年 1~6 月		合计
	横琴区	横琴区	湾仔区	横琴区	横琴区	金湾区	
出让地块数(宗)	5	5	2	4	3	2	21
建筑面积(万平方米)	62.56	72.36	35.87	45.11	28.32	40	284.22
营业收入(亿元)	10.24	12.19	12.14	19.29	6.31	4.05	64.22
确认现金流入(亿元)	10.24	12.19		11.11		7.51	41.05

资料来源：公司提供

整体看，公司城市运营板块项目储备充足，未来投资规模大，资金平衡依赖土地分成收入，受经济环境和政策影响存在一定不确定性，公司存在较大资金压力。

3. 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。

华发商贸大宗商品批发的采购、销售模式主要是以销定购。华发商贸大宗商品批发业务的上下游客户较为稳定。华发商贸从一直有业务往来的客户了解其原材料及其他材料的需求，寻找有适合货源的企业为其供应货物。

主要的贸易模式包括：

第一类，优先选择业务。对于大型央企、国企和上市公司客户，华发商贸从上游供货商存货购货，运至客户的仓库，公司拥有货权、货到付款（支付货款的 70%~85%），给予下游一定的账期，应收账款回款后，公司将尾款付齐。尽管应收账款较多，但风险不大。

第二类，控货融资。对于下游民企规模较小的需求，客户需要先支付 20%的保证金，对于国内和进口业务不同分别开具 3 个月的远期信用证，为其提供融资服务；货物放在海关仓库，公司具有货权。

第三类，代理出口业务。此类业务规模较小，收取代理手续费，2,000 美元以下收取 0.25%，2,000~25,000 美元收取 0.2%，5,000 美元以上收取 0.15%。

华发商贸按照客户要求找到适合的货源后，其风控委员会做风险评估，以实际情况确定额度；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。在贸易过程中，华发商贸先通过预付货款方式为客户支付一部分货款，同时要求供货商给予一定的账期，再根据合同内容通过上下游货物交接、对账、收付货款、开具发票等流程完成业务。华发商贸采购预付货款账期一般为 1~3 个月内，预付款一般不超过 10%。

为控制贸易风险，主要贸易往来客户为国企、央企或其他大型企业，客户信誉度普遍较高，采购的商品一般不进行囤积，也不用配套仓储服务，无仓单质押情况。因此，公司贸易业务相对于一般贸易行业公司风险较低。2012~2014 年，公司大宗商品批发业务收入分别为 5.03 亿元、21.42 亿元和 43.95 亿元，收入规模快速增长主要系公司业务渠道逐步完善，业务种类及客户拓展较快，业务毛利率分别为 3.09%、2.09%和 1.19%。

2012 年~2013 年公司贸易种类主要为钢材、管桩和焦炭三类大宗商品，其中，焦炭和钢材占比较大，2012 年钢材占 49.95%，焦炭占 44.06%，2013 年由于钢铁行业景气度下降，公司钢铁贸易额增速不及焦炭，钢材贸易额占比减少至 24.36%，同时焦炭贸易额占比增至 72.57%。2014 年新增油料及铁矿贸易，钢材和焦炭贸易占比进一步被压缩，二者当年占比分别为 15.45%（钢材）和 33.89%（焦炭），油料中，燃料油占比 15.69%，重质油占比 17.37%，进口铁矿砂占比 15.00%。

从交易总量来看，2012 年~2014 年主要公司大宗商品批发呈逐年增加趋势，三年收入排名前五的大宗商品交易额合计分别为 4.88 亿元、15.24 亿元和 28.70 亿元，公司贸易融资业务量逐年增多，贸易种类不断丰富，在一定程度上可规避贸易品种单一带来的风险，但同时也对公司经营能力提出了更高的要求，需关注融资贸易中的仓储、物流及违约风险。公司各类物资贸易情况如下表所示。

表 8 2012~2014 年公司主要大宗商品批发情况（单位：亿元，%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
焦炭	2.15	42.73	0.68	11.06	51.65	1.09	9.73	22.13	1.40	--	--	--
钢材	2.44	48.45	4.32	3.71	17.34	4.98	4.43	10.09	4.66	1.27	7.64	6.26
燃料油	--	--	--	3.12	14.56	1.70	4.50	10.24	1.12	3.59	21.56	1.31
煤炭	--	--	--	0.92	4.29	1.36	--	--	--	--	--	--
管桩	0.29	5.81	9.07	0.47	2.18	7.10	--	--	--	--	--	--
重质油	--	--	--	--	--	--	4.98	11.34	1.12	4.28	25.77	0.16
进口铁矿砂	--	--	--	--	--	--	4.31	9.80	0.17	--	--	--
化工产品	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2.02	12.14	1.06
铜矿石	--	--	--	--	--	--	--	--	--	4.02	24.18	0.02
合计	4.88	97.00	2.95	19.28	90.02	2.07	27.95	63.60	1.62	15.18	91.29	1.00

资料来源：公司提供

注：1、大宗商品焦炭价格受焦炭品质影响，2013 年焦炭品质较高

2、上表中所列均为当年产生收入且收入排名前五的大宗商品，对于当年收入相较前五大贸易品种为少的商品产生的收入在此不再列示。

根据公司介绍，因大宗商品价格系与贸易上下游交易双方约定，大宗商品市场价格波动对盈利基本不造成影响。从近三年一期各类大宗商品购销价格来看，公司各类大宗商品购销价差普遍较低，因此，直接导致公司从大宗商品交易价格中直接赚取利润较低（与表 4 中毛利率差异主要系相关税费及交易方式差异造成）。

表 9 近三年及一期大宗商品批发业务价格情况表（单位：元）

商品名称	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6		
	采购均价	销售均价	购销价差	采购均价	销售均价	购销价差	采购均价	销售均价	购销价差	采购均价	销售均价	购销价差
钢材（吨）	3,933	4,100	167	3,666	3,850	184	3,022	3,162	140	2,740	3,163	423
管桩（米）	133	145	12	138	148	10	-	-	-	-	-	-
焦炭（吨）	1,440	1,450	10	1,517	1,534	17	1,011	1,026	15	-	-	-
煤炭（吨）	-	-	-	917	929	12	-	-	-	-	-	-
燃料油（吨）	-	-	-	5,893	5,992	99	5,200	5,259	59	3,991	4,045	54
重质油（吨）	-	-	-	-	-	-	4,698	4,752	54	4,531	4,905	374
进口铁矿砂（吨）	-	-	-	-	-	-	562	563	1	-	-	-
化工产品（吨）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,818	7,692	-126
铜（吨）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40,890	40,898	8

资料来源：公司提供

从公司贸易往来前五大上游供应商占比情况来看，2012~2014 年，分别占比为 94.75%、90.31%，58.50%，呈逐年下降趋势，其中 2014 年公司贸易业务种类不断丰富，前五大贸易商占比下降较为明显，2015 年上半年，公司贸易往来中前五大供应商占业务量的 74.95%，总体看，公司贸易业务供应商集中度较高，但具体供应商名单及主要产品变动较大，公司不存在对单一供应商或贸易品种依赖度较高的风险。

表 10 公司贸易往来前五大上游供应商（单位：万元、%）

年份	客户名称	主要产品	采购金额	占比
2012 年	珠海粤裕丰钢铁有限公司	钢材	32,367.35	49.80
	珠海鑫德物流有限公司	焦炭	24,977.52	38.43
	广东三和管桩有限公司	管桩	1,802.07	2.77
	广东建华管桩有限公司	管桩	1,342.07	2.06
	广州枫叶管业有限公司	管材	1,093.13	1.68
	合计		61,582.14	94.75
2013 年	深圳菱丰国际投资有限公司	焦炭	54,498.86	25.99
	珠海鑫德物流有限公司	焦炭	53,774.06	25.64
	珠海泰富石油化工有限公司	燃料油	30,672.59	14.63
	珠海粤裕丰钢铁有限公司	钢材	30,402.78	14.50
	珠海鑫盛仓储有限公司	铁矿石	20,028.21	9.55
	合计		189,376.50	90.31
2014 年	香港华发投资控股有限公司	铜矿	83,947.82	19.68
	珠海鑫德物流有限公司	铁矿石、焦炭	48,811.67	11.44
	珠海粤裕丰钢铁有限公司	钢材	47,322.22	11.09
	YYF ENTERPRISES LIMITED	铁矿石	39,508.56	9.26
	广西铁投冠信贸易有限公司	燃料油	29,961.30	7.02
	合计		249,551.57	58.50
2015 年 1~6 月	广西铁投冠信贸易有限公司	重质油	64,811.14	32.41
	香港华发投资控股有限公司	铜矿	41,626.78	20.82
	广东中油南方燃料油销售有限公司	燃料油	16,500.00	8.25
	上海博生能源有限公司	化工产品	14,340.92	7.17
	珠海粤裕丰钢铁有限公司	钢材	12,597.54	6.30
	合计		149,876.38	74.95

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，2012~2014 年，占比分别为 87.70%、89.71%，59.28%，呈逐年下降趋势，2015 年上半年，公司贸易往来中前五大采购商占业务量的 82.30%，整体看，公司贸易业务采购商集中度较高，但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 11 公司贸易往来前五大下游采购商（单位：万元、%）

年份	客户名称	主要产品	销售金额	占比
2012 年	珠海粤裕丰钢铁有限公司	焦炭	25,148.37	49.96
	上海宝冶集团有限公司	钢材	10,846.9	21.55
	中建一局集团第三建筑有限公司	钢材	3,461.90	6.88
	广州友帮国际贸易有限公司	焦炭	2,403.21	4.77
	深圳市阿一钢铁有限公司	钢材	2,288.25	4.55
	合计		44,148.62	87.70
2013 年	珠海粤裕丰钢铁有限公司	焦炭	140,119.15	65.42

年份	客户名称	主要产品	销售金额	占比
	珠海宝塔石化有限公司	燃料油	31,193.13	14.56
	上海宝冶集团有限公司	钢材	9,096.22	4.25
	广东省广弘华侨建设投资集团有限公司	钢材	7,634.44	3.56
	广东省广弘华侨建设投资集团有限公司珠海分公司	钢材	4,106.09	1.92
	合计		192,149.03	89.71
2014 年	珠海粤裕丰钢铁有限公司	铁矿石、焦炭	86,062.20	19.58
	珠海市华峰石化有限公司	燃料油、重质油	74,899.12	17.04
	珠海鑫盛仓储有限公司	进口铁矿	50,375.64	11.46
	珠海宝塔石化有限公司	燃料油	28,654.40	6.52
	中艺华海进出口有限公司	燃料油	20,522.91	4.67
	合计		260,514.27	59.28
2015 年 1~6 月	珠海市华峰石化有限公司	重质油	81,861.18	43.65
	GLOBAL SUNTIME(HK) LIMITED	铜矿	34,263.95	18.27
	上海泽侬石油化工有限公司	化工产品	17,405.82	9.28
	茂名市振能基础油有限公司	燃料油	12,604.74	6.72
	中国石化润滑油有限公司广东销售分公司	燃料油	8,223.93	4.38
	合计		154,359.62	82.30

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。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 12 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	结算方式	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 2014 年底，华发物业进行物业服务的物业面积达 1,959.05 万平方米，其中市政环卫 939.58 万平方米，其他住宅及写字楼 1,019.47 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，2014 年实现收入 2.88 亿元，且毛利率有所上升，为 25.14%。2015 年上半年，物业管理业务收入为 1.16 万元，受珠海市高华市政综合管理有限公司划出和部分物业管理收入需年末结算影响，毛利率大幅下降至 8.33%。

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 家子公司华发上众和华发锐达分别拥有 1 家 4s 店进行上海大众和斯柯达品牌的经营。近三年，公司汽车销售业务收入较稳定，维持在 2.9 亿元左右的规模，2014 年公司汽车销售实现收入 2.87 亿元，占公司营业收入的 3.46%。受汽车销售行业市场化程度较高，竞争加剧影响，公司汽车销售毛利率水平呈波动下降态势，2012~2014 年分别为 8.04%、8.73%和 6.14%。

6. 租赁及停车场收入

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，2014 年实现租赁收入 0.16 亿元。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。公司停车场收入系大巴站场、城轨地下停车场停车费，2014 年实现停车场收入 0.20 亿元。

7. 经营效率

2012~2014 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 66.26%和 33.85%，资产规模增

长较快，所有者权益规模增长得益于实收资本和未分配利润的增长；营业收入和净利润复合增长率分别为 103.39% 和 471.83%，公司经营规模快速增长。

2013~2014 年，公司营业收入增长较快，同时应收账款保持波动上升趋势，公司应收账款周转次数呈波动变化分别为 2.47 次、3.25 次；同期，公司存货周转率呈波动小幅上升趋势，2013~2014 年分别为 0.25 次、0.31 次；同期，公司总资产周转次数呈逐年上升趋势，2013~2014 年分别为 0.21 次、0.27 次。

总体来看，公司经营效率一般。

8. 经营关注

(1) 目前，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，近年债务规模快速增长，债务负担呈大幅上升趋势。

(2) 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。

(3) 公司贸易收入占比较大，需关注未来宏观经济及政策对贸易收入的影响，及贸易违约风险。

(4) 公司未完成项目较多，未来项目资金主要依靠滚动开发产生的收益及外部筹资满足再投资资金需求，需关注未来项目资金回笼或外部筹资状况不佳对公司项目的进度和再投资需求的影响。

9. 未来发展

公司功能定位为华发集团的城市运营、现代服务、商贸物流三大板块的运营平台，综合发展将整合区域资源，利用市场化的运作手段，吸收社会资本参与，增强自身实力，以城市运营、现代服务、商贸物流为基础，为城市开发提供服务。

城市运营板块，主要以建设运营十字门中央商务区，横琴片区市政道路，IFC 项目以及人工内河等其他基础设施为主。湾仔片区下半年进入招商引资阶段，公司推动商务区，金湾航空新城相关基础设施全部动工，同时加快高新区北围基础设施、城市之心、北山区域等储备项目的实施。

公司正加快商贸物流板块发展，并逐步建立金融商贸平台，开拓大宗贸易和国际贸易业务，扩大营业收入规模。通过有效整合集团公司金融资源，逐步建立华发金融商贸平台，向大宗贸易、进出口贸易、实体贸易转型。

现代服务业板块通过整合资源，以保证珠海国际汽车展、华发喜来登、公寓式酒店的正常运营，建立华发现代服务业运营平台；二是提升物业公司管理水平，拓展高端项目和市政管养业务，形成多元化物业综合管理服务体系。

总体看，公司未来发展战略明晰，依托自身优势，在深挖现有业务地区资源的基础上，制定了较为清晰的计划。公司通过扩展业务布局、提升管理效率等方式，提升公司未来的可持续发展能力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012 年~2014 年度合并财务报表均瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具了标准无保留意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照财政部发布的《企业会计

准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。

财务报表合并范围包括公司及所有子公司，公司 2012~2014 年合并财务报表范围有所变化，公司成立于 2012 年 7 月，2013 年 12 月，母公司华发集团进行股权梳理，公司获得了相关公司的股权划拨；2013 年，公司通过同一控制下的企业合并取得的子公司、非同一控制下的企业合并取得的子公司、新设立子公司三种方式将 32 家子公司纳入合并报表范围内，与 2012 年相比，公司无减少的子公司。2014 年，公司将 9 家子公司纳入合并报表范围内，与 2013 年相比，公司无减少的子公司。2015 年上半年，公司较年初减少合并单位 1 家，为珠海市高华市政综合管理有限公司，较年初增加合并单位 1 家，为珠海华晟开发建设有限公司。2012~2014 年公司合并范围变化较大，对财务数据的可比性有一定影响。公司提供的 2015 年 1~6 月的财务报表未经审计。

截至 2014 年末，公司合并资产总额为 394.25 亿元，负债总额 203.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）190.97 亿元；2014 年，公司实现合并营业收入 83.89 亿元，净利润（含少数股东损益）6.84 亿元；现金及现金等价物净增加额 8.40 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 483.51 亿元，负债总额 292.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）191.45 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 31.46 亿元，净利润（含少数股东损益）0.58 亿元；现金及现金等价物净增加额 20.86 亿元。

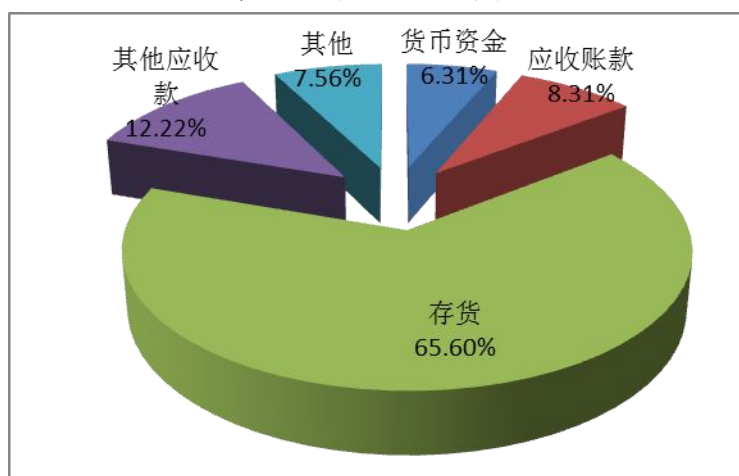
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 66.26%。截至 2014 年末，公司资产总额合计 394.25 亿元，其中流动资产占 89.75%，非流动资产占 10.25%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈逐年增长趋势，公司流动资产年均复合增长 97.00%，主要系存货和其他应收款增加所致，增幅高于同期资产增幅。截至 2014 年末，公司流动资产合计 353.84 亿元，主要由货币资金（6.31%）、应收账款（8.31%）、其他应收款（占比 12.22%）和存货（占比 65.60%）构成。（见下图）。

图 4 截至 2014 年末公司流动资产构成图



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金呈逐年增长趋势，年均复合增长 41.28%，主要系借款增加所致。

截至 2014 年末，公司货币资金为 22.32 亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中银行存款占 99.50%。公司货币资金中受限资金 2.70 亿元，为短期借款及应付票据提供质押担保。

2012~2014 年，公司应收账款呈快速增长趋势，年均复合增长 72.44%，主要为应收土地收益分成款，公司以土地成功拍出确认收入，款项收回通常有一年的账期。截至 2014 年末，公司应收账款为 29.41 亿元。从账龄看，账龄在 1 年以内的应收帐款占 99.12%，账龄较短；从集中度看，应收账款欠款单位前五名合计欠款占应收账款的 85.33%，集中度较高。截至 2014 年末，公司对应收账款计提坏账准备 585.70 万元，坏账准备采用账龄分析法计提，内部往来及关联往来款不计提坏账准备。

2012~2014 年，公司其他应收款呈波动增长趋势，年均复合增长 444.47%，主要系往来款的增加所致；截至 2014 年末，公司其他应收款为 43.23 亿元。从账龄看，账龄在 1 年以内的应收帐款占 99.64%，账龄较短；从集中度看，其他应收款主要为与母公司华发集团资金划拨造成的往来款，占其他应收款总额的 94.87%，集中度较高。截至 2014 年末，公司对其他应收款计提坏账准备 81.46 万元，坏账准备采用账龄分析法计提，内部往来及关联往来款不计提坏账准备。

2012~2014 年，公司存货快速增长，年均复合增长 86.65%，主要系公司城市运营板块开发规模不断扩大所致。截至 2014 年末，公司存货为 232.13 亿元，构成主要为开发成本（占比 99.35%）等；存货中开发成本主要为公司城市运营板块开发项目成本。公司存货中 137.85 亿元用于抵押（占比为 59.38%），主要系公司为母公司华发集团等融资提供抵押担保所致。

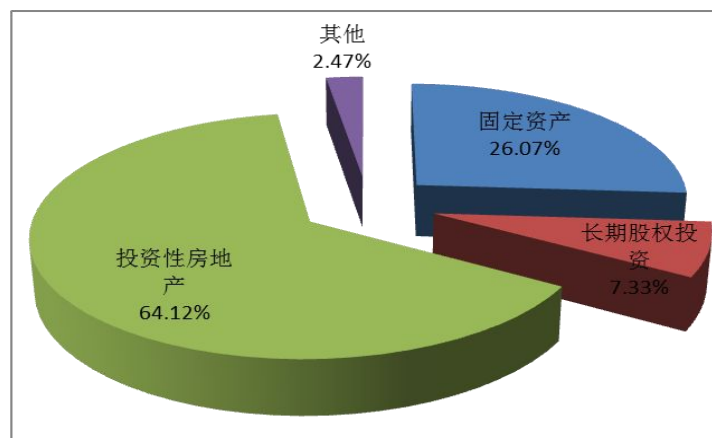
截至 2014 年末，公司其他流动资产 24.00 亿元，全部为 2014 年新增委托贷款，其中华发商贸委托珠海华发集团财务有限公司向公司股东铨创投资贷款 15.00 亿元，十字门公司委托珠海华发集团财务有限公司向母公司华发集团贷款 9.00 亿元，公司委托贷款对象均为公司股东，回收风险较小。

截至 2015 年 6 月末，公司流动资产 443.73 亿元，较年初增长 25.41%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。其中，货币资金 43.03 亿元，较年初增长 92.80%，主要系短期借款增加所致；其他应收款 83.15 亿元，较年初增长 92.35%，主要系与母公司华发集团往来款增加 33.06 亿元所致，货币资金和其他应收款占比相应有所增加。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产波动下降，年均下降 11.37%；截至 2014 年末，公司非流动资产合计 40.41 亿元，主要由长期股权投资（占比 7.33%）、投资性房地产（占比 64.12%）和固定资产（占比 26.07%）构成。（见下图）。

图 5 截至 2014 年末公司非流动资产构成图



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司长期股权呈波动增长趋势，年均复合增长 49.21%，2013 年公司长期股权投资增长主要来源于对珠海华发集团财务有限公司的投资；截至 2014 年末，公司长期股权投资为 2.96 亿元，较 2013 年末略有下降，主要系珠海美华建设投资有限公司由做代建项目转做自营项目，纳入合并报表所致。

2012~2014 年，公司投资性房地产变动较大，截至 2012 年末，公司投资性房地产 47.93 亿元，全部为土地使用权。2013 年，公司将投资性房地产中预计出售的土地转而自行开发，计入存货。截至 2014 年末，公司投资性房地产 25.91 亿元，全部为从存货中转入，系子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司开发的会展中心达到预定可使用状态以成本转入投资性房地产。

2012~2014 年，公司固定资产呈快速增长趋势，年均复合增长 487.42%，主要系在建工程完工结转所致，截至 2014 年末，公司固定资产为 10.54 亿元，较 2013 年末增加 8.43 亿元，主要系城轨地下交通换乘中心项目由在建工程转入所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物构成，累计折旧 1.20 亿元，固定资产成新率为 89.78%，固定资产成新率较高。

截至 2015 年 6 月末，公司非流动资产 39.78 亿元，较年初下降 1.57%。公司非流动资产中长期股权投资、投资性房地产和固定资产占比变化较小。

总体看，公司资产规模较大，公司资产以流动资产为主，其中其他应收款和存货占比较大，存货中抵押规模较大，公司资产质量一般，流动性一般。

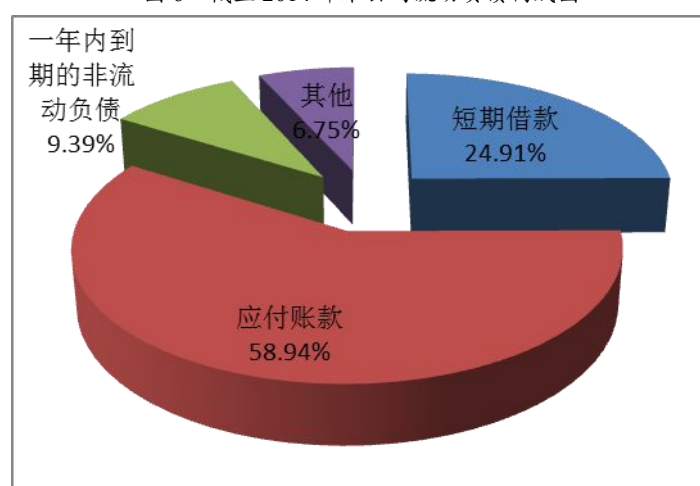
3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债快速增长，年均复合增长 137.55%，主要系应付账款、长期借款和应付债券增长所致。截至 2014 年末，公司负债总额合计 203.28 亿元，其中流动负债占 51.88%，非流动负债占 48.12%，公司负债以流动负债为主。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负债规模呈波动增长趋势，年均增长率为 93.97%。截至 2014 年末，公司流动负债合计 105.46 亿元，主要由短期借款（占比 24.91%）、应付账款（占比 58.94%）和一年内到期非流动负债（占比 9.39%）构成。

图 6 截至 2014 年末公司流动负债构成图



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款呈波动上升趋势，年均复合增长 27.47%。截至 2014 年末，公司短期借款为 26.27 亿元，其中质押借款 3.72 亿元，抵押借款 2.30 亿元，保证借款 16.45 亿元，

信用借款 3.80 亿元。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 163.57%，主要系公司业务规模快速增长所致。截至 2014 年末，公司应付账款为 62.16 亿元，主要为应付工程款和货款。

2012~2014 年，公司其他应付款波动较大，其中 2013 年其他应付余额 19.50 亿元较 2012 年年末增长 2,330.51%，主要系新增与母公司华发集团往来款 16.80 亿元所致，2014 年年末其他应付款余额为 1.24 亿元，较年初下降 93.66%，主要系结清拖欠与母公司华发集团往来款欠款 16.80 亿元所致。

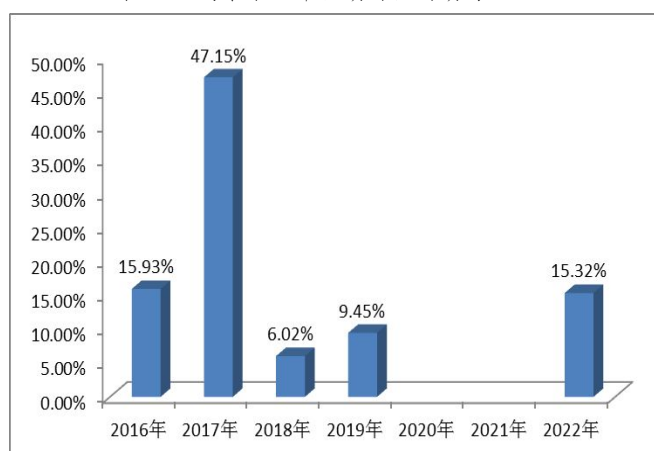
截至 2015 年 6 月末，公司流动负债 152.70 亿元，较年初增长 44.80%。主要系短期借款和应付票据大幅增加所致，其中短期借款为 59.81 亿元，较年初增长 127.65%，主要系子公司华发商贸和华发高新的短期借款增加所致；应付票据 15.24 亿元，较年初增长 1,243.06%，主要系子公司华发商贸大宗贸易调整结算方式，较多以银行承兑汇票支付上游采购款所致。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 249.78%，截至 2014 年末，公司非流动负债合计 97.81 亿元，主要由长期借款（占比 65.91%）和应付债券（占比 30.52%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款呈逐年增长趋势，年均复合增长 270.37%，截至 2014 年末，公司长期借款为 64.47 亿元，较年初增加 353.35%。长期借款主要为抵押借款（占比 23.20%）、保证借款（占比 14.19%）和信用借款（占比 46.53%），从期限分布来看，未来两年公司到期长期借款金额较高，分别占现有长期借款总额的 15.93%和 47.15%，公司面临一定的集中到期还款压力。

图 7 公司未来 7 年长期借款到期情况



数据来源：根据公司提供数据，联合评级整理。

截至 2014 年末，公司应付债券 29.85 亿元，主要为公司于 2014 年 10 月发行的 30 亿元中期票据“14 珠海华发 MTN001”。

截至 2015 年 6 月末，公司非流动负债合计 139.35 亿元，较年初增长 42.45%，主要系长期借款和应付债券增加所致。其中长期借款为 91.03 亿元，较年初增长 41.19%，应付债券为 44.78 亿元，较年初增长 49.99%，主要系公司发行 8 亿元“15 珠海华发 MTN001”和 7 亿元“15 珠海华发 MTN002”所致。

2012~2014 年，公司债务规模呈快速增长趋势，年均复合增长率 146.86%，截至 2014 年末，公司全部债务合计 131.64 亿元，其中短期债务占 28.34%，长期债务 71.66%。

2012~2014 年，公司资产负债率和长期债务资本化率呈上升趋势，全部债务资本化率波动上升。截至 2014 年末公司资产负债率、公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为

51.56%、40.80%和 33.06%。

截至 2015 年 6 月末，公司有息债务规模大幅上升，全部债务为 210.86 亿元，较年初增长 60.18%。其中短期债务 75.05 亿元，长期债务 135.81 亿元。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 60.40%、52.41%和 41.50%，公司债务负担较年初有所加重。截至 2015 年 6 月末，公司预收账款为 8.76 亿元，较年初大幅增长 1,602.06%，主要系预收主要是贸易款 4.48 亿和金湾区一级土地开发预收财政的一级土地开发建设款 3.88 亿。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务负担处于可控水平，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。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益逐年增长，年均增长率为 33.85%，主要系股东近三年持续注资所致。截至 2014 年末，公司所有者权益 190.97 亿元，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益 160.98 亿元，少数股东权益 29.99 亿元，少数股东权益占比一般。归属于母公司所有者权益中，股本占 5.24%，资本公积占 73.69%，主要为珠海市国资委历年划拨企业股权及公司收购珠海十字门酒店建设有限公司少数股东股权，未分配利润占 5.37%。2012~2014 年，公司资本公积年均复合增长 26.05%，波动较为明显。

截至 2015 年 6 月末，公司所有者权益 191.45 亿元，较年初增长 0.25%，主要系未分配利润增长所致。归属于母公司的所有者权益中，各项权益结构占比变化不大。资本公积占比较大，公司所有者权益结构稳定性良好

总体看，公司所有者权益增长较快，权益结构稳定性良好。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入和营业成本呈逐年增长趋势，其中营业收入年均复合增长 103.39%，2014 年为 83.89 亿元，营业收入以土地一级开发和大宗商品批发收入为主；同期，营业成本年均复合增长 92.45%，2014 年为 65.68 亿元。营业收入增速高于营业成本，导致 2012~2014 年，公司营业利润大幅增加，年均复合增长率 435.43%，2014 年为 9.73 亿元。同期，公司净利润年均复合增长为 471.83%，2014 年达到 6.84 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润年均复合增长 567.79%，2014 年为 6.51 亿元。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司期间费用总额分别为 1.64 亿元、2.43 亿元和 6.67 亿元，年均增长率为 101.94%。从费用构成来看，公司期间费用主要为管理费用和管理费用，2014 年公司管理费用和财务费用分别占期间费用的 43.19%和 42.94%，一方面，随着公司业务增长、规模扩大、员工增加，管理费用相应增加；另一方面，为支持大宗商品贸易的发展和项目建设，公司加大融资力度，利息支出大幅增加，使得财务费用相应增加。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 8.06%、6.14%和 7.95%，处于较低水平，公司费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2012~2014 年公司获得投资收益分别为 0.03 亿元、0.02 亿元和 0.04 亿元，相比公司经营规模，非经常性损益对利润总额产生的影响很小。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，由于公司成本及费用控制较好，公司营业收入大幅提升，公司营业利润率呈上升趋势，分别为 9.80%、17.77%和 19.54%。同期，公司总资产报酬率、净资产收益率和主营业务毛利率均呈逐年增长趋势，2014 年三者分别为 4.21%、3.74%和 22.00%。公司盈利水平一般。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 31.46 亿元，利润总额 1.19 亿元，净利润 0.58 亿元。

总体看，公司营业收入增速较快，费用控制能力较强，盈利水平一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量快速增长，年均复合增长率 136.15%。2014 年，公司经营活动产生的现金流入量为 86.69 亿元，其中购买商品、提供劳务收到的现金为 83.02 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 3.65 亿元（主要为资金往来款 32.14 亿元，另有利息收入 0.22 亿元，政府补助 0.21 亿元等）。从收入实现质量指标看，2012~2014 年，公司现金收入比分别为 64.26%、79.32%和 98.96%，收入实现质量有所提高。2012~2014 年，公司经营活动现金流出快速增长，年均复合增长率 121.74%。2014 年，公司经营活动现金流出 100.50 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 75.13 亿元，支付其他与经营活动有关的现金为 16.70 亿元（主要为往来款）。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-4.89 亿元、8.76 亿元和-13.81 亿元。

从投资活动来看，2014 年，公司投资活动现金流入 17.52 亿元，较 2013 年增长 17.37 亿元，构成以收回投资产生的现金为主，主要为收回委托贷款 16.50 亿元。公司 2012~2014 年投资活动现金流出波动增长，2014 年投资活动现金流出 48.83 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 8.29 亿元和投资支付的现金 40.50 亿元。2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-8.59 亿元、-58.87 亿元和-31.31 亿元。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 86.29%。2014 年，公司筹资活动现金流入 144.73 亿元，其中吸收投资收到的现金 3.99 亿元（主要为股东增资），取得借款收到的现 109.51 亿元，发行债券收到的现金 29.55 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 1.68 亿元；筹资活动现金流出主要构成为偿还债务支付的现金 35.15 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付 4.95 亿元和支付其他与筹资活动有关的现金 51.11 亿元（其中财务顾问费 0.17 亿元，使用受限货币资金 2.70 亿元和筹集资金往来 48.25 亿元）。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 10.22 亿元、50.15 亿元和 53.52 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净流出 4.16 亿元；投资活动现金净流入 2.32 亿元，筹资活动现金净流入 22.71 亿元。

总体看，经营活动产生的现金流量净额波动较大，公司投资活动现金流出规模大，且考虑到公司未来项目投资规模大，公司外部融资需求大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2012~2014 年，公司流动比率和速动比率整体呈波动上升态势。2014 年二者分别为 3.36 倍和 1.15 倍，公司存货占比较大，速动比率较低。截至 2014 年末，公司现金短期债务比为 0.60 倍，现金对短期债务覆盖程度较低，综合来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，截至 2014 年末，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 51.56%、40.80%和 33.06%，EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 2.34 倍和 0.11 倍，EBITDA 对利息负债程度一般，对全部债务的保障程度较低。虽然公司表现偿债指标水平较低，但考虑到随着公司现有项目开发进度的推进，公司未来盈利能力有望有所增强，偿债能力相应有所提升。

截至 2015 年 6 月末，公司对外担保总额合计 86.83 亿元，担保比率为 45.35%，主要为以自有土地为母公司华发集团和为珠海中冶置业有限公司 BT 项目融资提供的担保。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 13 公司截至 2015 年 6 月末对外担保明细

序号	内容
1	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以拥有的珠国土储 2012-22 号湾仔片区 S4 地块为珠海华发集团有限公司向厦门国际银行珠海分行借款 9.8 亿元提供抵押。
2	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以拥有的珠国土储 2009-03 地块横琴片区地块 3 为珠海华发集团有限公司向中融国际信托有限公司三期融资 3 亿元提供抵押；地块 3 二押为珠海华发集团有限公司向中融国际信托有限公司四期融资 2 亿元提供抵押。
3	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以拥有的珠国土储 2009-03 地块横琴片区地块 5 为珠海华发集团有限公司向中融国际信托有限公司一期借款 3 亿元提供抵押；地块 9 为珠海华发集团有限公司向中融国际信托有限公司二期借款 3 亿元提供抵押。
4	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以拥有的珠国土储 2012-22 号湾仔 S1 地块二押为珠海华发集团有限公司向中融国际信托有限公司融资 5 亿元提供担保。
5	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以拥有的珠国土储 2013-01 地块湾仔片区 S5 地块二押为珠海铎创投资管理有限公司向中融国际信托有限公司融资 2.1 亿元提供抵押。
6	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以拥有的珠国土储 2009-03 地块横琴片区地块 7、地块 13 和珠国土储 2013-01 地块湾仔片区地块 S7 为平安银行股份有限公司珠海分行授予珠海华发集团有限公司及其下属公司综合授信提供抵押，截至 2015 年 6 月末珠海华发集团有限公司向平安银行贷款 18.93 亿元。
7	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以拥有的珠国土储 2009-03 地块湾仔片区地块 S1、地块 S2；横琴片区地块 11、地块 14、地块 17 为珠海中冶置业有限公司 BT 项目融资 40 亿元提供抵押。

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月末，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2015 年 6 月末，公司共获得各商业银行授信额度 133.40 亿元，已使用额度为 99.38 亿元，尚未使用额度 34.05 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中证码 4404010004022773），截至 2015 年 8 月 20 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司资产负债率水平一般，但债务规模增长过快，外担保规模较大，存在一定的或有负债风险，考虑公司较强的融资能力，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司全部债务为 210.86 亿元，本次拟发行公司债额度为不超过 40 亿元，总发债额度相对于公司债务规模适中，对公司整体债务负担影响一般。

以 2015 年 6 月末财务数据为基础，本次公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，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由 60.40%、52.41%、41.50%增至 63.43%、56.72%和 47.87%，各项目比率均有所上升，发债额度对公司负债水平和债务负担影响一般，考虑到本次公司债券筹集资金将部分用于偿还现有债务，实际影响小于理论估算值。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 对本次发行 40 亿元公司债的保护倍数为 0.36 倍，EBITDA 对本次公司债券的覆盖程度尚可；经营活动现金流入量对本次发行公司债的保护倍数为 2.17 倍，经营性现金流入量对本次公司债券覆盖程度较高；经营活动现金净流量对本次发行公司债的保护倍数为-0.35 倍，经营活动现金净流量对本次公司债券的保护程度较低。

综合以上分析，并考虑到公司在行业经验、规模实力等方面具有一定的区域竞争优势，未来

预计可通过持续经营实现较稳定的现金流，联合评级认为，公司对本次公司债券的偿还能力较强。

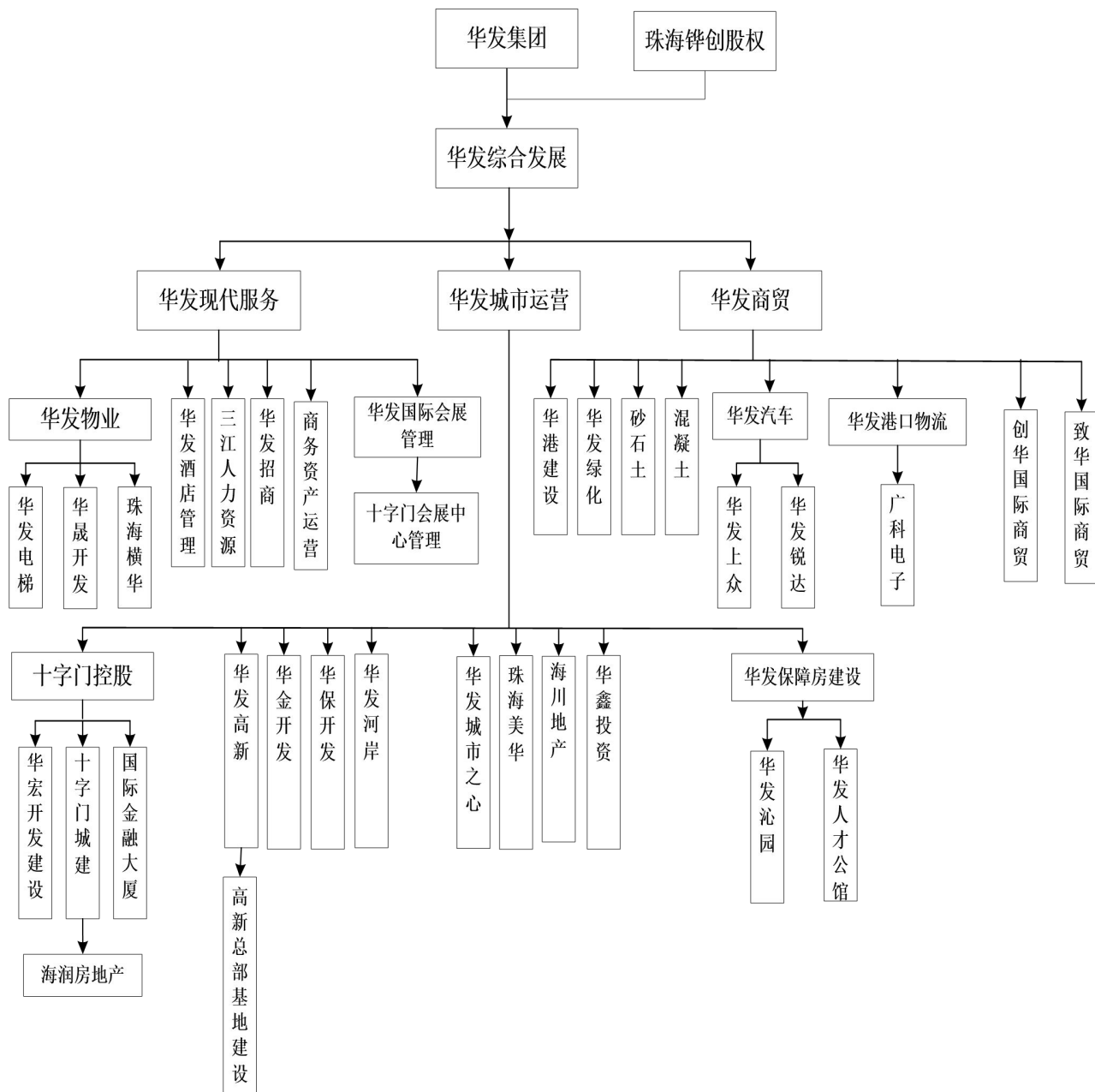
九、综合评价

公司作为珠海市规模较大的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合发展公司，市场定位明确，外部发展环境良好，获得了母公司华发集团的大力支持，近年来公司资产规模和营业收入增长较快。同时，联合评级也关注到公司城市运营板块正处于大规模投资建设期，存在较大的资金压力以及整体盈利能力较弱等不利因素对公司正常运营和债务偿还带来的不利影响。

近年来珠海市经济增长较快，财政实力不断增强，公司未来发展面临良好外部环境；未来随着公司十字门商务区、金湾区航空新城、保税区二期等项目的继续推进，公司的收入和利润有望进一步增长，对外融资压力有望有所缓解。公司整体信用状况保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 珠海华发综合发展有限公司组织架构图



附件 2 珠海华发综合发展有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
资产总额（亿元）	142.62	238.62	394.25	483.51
所有者权益（亿元）	106.59	175.08	190.97	191.45
短期债务（亿元）	16.90	9.76	37.31	75.05
长期债务（亿元）	4.70	14.22	94.33	135.81
全部债务（亿元）	21.60	23.98	131.64	210.86
营业收入（亿元）	20.28	39.53	83.89	31.46
净利润（亿元）	0.21	3.37	6.84	0.58
EBITDA（亿元）	0.51	5.53	14.20	--
经营性净现金流（亿元）	-4.89	8.76	-13.81	-4.16
应收账款周转次数（次）	--	2.47	3.25	1.00
存货周转次数（次）	--	0.25	0.31	0.10
总资产周转次数（次）	--	0.21	0.27	0.07
现金收入比率（%）	64.26	79.32	98.96	118.67
总资本收益率（%）	--	2.40	3.99	1.05
总资产报酬率（%）	--	2.71	4.21	1.00
净资产收益率（%）	--	2.39	3.74	0.30
营业利润率（%）	9.80	17.77	19.54	19.56
费用收入比（%）	8.06	6.14	7.95	15.78
资产负债率（%）	25.26	26.63	51.56	60.40
全部债务资本化比率（%）	16.85	12.05	40.80	52.41
长期债务资本化比率（%）	4.22	7.51	33.06	41.50
EBITDA 利息倍数（倍）	0.20	2.11	2.34	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.23	0.11	--
流动比率（倍）	3.25	4.92	3.36	2.91
速动比率（倍）	0.88	0.81	1.15	1.28
现金短期债务比（倍）	0.66	1.32	0.60	0.58
经营现金流动负债比率（%）	-17.46	18.97	-13.10	-2.73
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.01	0.14	0.36	--

注：公司 2015 年上半年报数据未经审计，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	
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%
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 / 本次公司债券发行额度
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/本次公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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+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。

联合信用评级有限公司关于 珠海华发综合发展有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次公司债券存续期内，在每年珠海华发综合发展有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次公司债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

珠海华发综合发展有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级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或本次公司债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次公司债券的信用等级。

如珠海华发综合发展有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至珠海华发综合发展有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送珠海华发综合发展有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年九月二十三日