

信用等级公告

联合〔2019〕2290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公开发行的 2020 年可续期公司债券（第一期）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 AAA，评级展望为“稳定”

珠海华发综合发展有限公司拟公开发行的 2020 年可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十月八日

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

2020 年公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：10 亿元

债券期限：基础期限为不超过 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。

付息方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

续期选择权：本期债券以每不超过 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长不超过 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。

递延支付利息权：本期债券附设递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

赎回选择权：（1）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

（2）未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债券

评级时间：2019 年 10 月 8 日

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”）的评级反映了公司作为珠海市集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体大型综合性公司，在珠海市竞争优势显著，外部发展环境良好；受基金注资影响，公司所有者权益规模大幅增长，资本实力增强；公司货币资金充裕，投资收益稳定。同时，联合评级也关注到公司在建项目资金支出需求较大，债务结构有待改善，经营活动净现金流转为净流出等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着深珠城轨开始建设、港珠澳大桥开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，珠海作为重要的节点城市，将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用。公司作为珠海市大型的综合性企业，面临重要的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 随着深珠城轨建设、港珠澳大桥开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，公司作为珠海市大型的综合性企业，面临良好的外部发展环境。

2. 2018 年，公司引入珠海工智股权投资基金（有限合伙）和珠海农智股权投资基金（有限合伙）的战略投资，资本得到进一步充实。

3. 近年来，参股企业为公司带来了良好的投资收益；且公司现金储备较多，资金充裕。

4. 公司土地储备规模较大，近年来珠海市土地价格增长较快，土地资产增值空间较大。

关注

1. 公司处于项目建设高峰期，未来投资规模较大，公司存在较大的资金压力。
2. 公司短期债务规模较大，债务结构有待优化。
3. 近年来，公司经营活动现金流净额持续下降，且在 2018 年转为净流出。

分析师

王金磊

电话：010-85172818

邮箱：wangjl@unitedratings.com.cn

李乃鹏

电话：010-85172818

邮箱：linp@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：www.unitedratings.com.cn

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	624.10	645.45	785.55	826.97
所有者权益（亿元）	265.09	290.87	430.61	448.39
长期债务（亿元）	127.20	150.58	151.46	167.23
全部债务（亿元）	255.22	281.29	282.21	312.45
营业收入（亿元）	135.65	156.57	197.83	176.44
净利润（亿元）	10.54	22.68	21.35	7.43
EBITDA（亿元）	27.89	45.64	41.18	--
经营性净现金流（亿元）	32.45	2.32	-7.33	-30.42
营业利润率（%）	15.77	24.25	17.79	8.98
净资产收益率（%）	4.28	8.16	5.92	--
资产负债率（%）	57.52	54.94	45.18	45.78
全部债务资本化率（%）	49.05	49.16	39.59	41.07
流动比率（倍）	2.02	2.42	2.92	2.98
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.16	0.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.76	3.09	2.43	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.79	4.56	4.12	--

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 2019 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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他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。

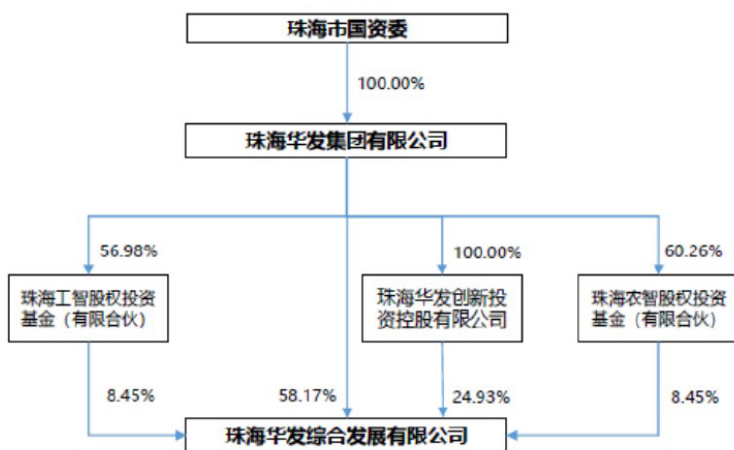
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

珠海华发综合发展有限公司（以下简称“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”）和珠海华发创新投资管理有限公司（已更名为“珠海华发创新投资控股有限公司”，以下简称“华发创新”）合资成立，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实收资本 6.00 亿元，以货币资金出资增加投资 0.98 亿元，华发创新以货币出资增加投资 2.99 亿元，增资完成后公司注册资本增至 10.00 元。2018 年 4 月，经珠海市国资委同意，公司按照政策要求采用市场化债转股方式开展增资扩股工作，引入新进投资者，珠海农智股权投资基金（有限合伙）（以下简称“农智基金”）和珠海工智股权投资基金（有限合伙）（以下简称“工智基金”）均向公司增资 1.02 亿元，公司注册资本增至 12.03 亿元。截至 2019 年 6 月末，公司注册资本与实收资本均为 12.03 亿元，华发集团持有公司 83.10% 股权，系公司第一大股东，珠海市国资委为公司实际控制人。

图 1 截至 2019 年 6 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：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 2019 年 6 月末，公司本部内设运营管理部、行政人事部、财务管理部、资金管理部和市场招商部 5 个职能部门；纳入合并范围的一级子公司 6 家；公司拥有在职员工 10,254 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 785.55 亿元，负债合计 354.94 亿元，所有者权益 430.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益 390.57 亿元。2018 年，公司实现合并营业收入 197.83 亿元，净利润 21.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 15.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.33 亿元，现金及现金等价物净增加额 124.92 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司合并资产总额 826.97 亿元，负债合计 378.58 亿元，所有者权益 448.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益 406.43 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 176.44 亿元，净利润 7.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额-30.42 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.10 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：许继莉。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

公司拟向合格投资者公开发行面值不超过 70 亿元（含）的可续期公司债券，首期债券全称为“珠海华发综合发展有限公司 2020 年公开发行可续期公司债券（第一期）”，本期债券发行总规模为 10.00 亿元。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券基础期限为不超过 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商，由公司确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。

续期选择权

本期债券以每不超过 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长不超过 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。

递延支付利息权

本期债券附设递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中计算利息。

强制付息事件

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分红；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项

若公司选择行使递延支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

赎回选择权

（1）公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回：根据财政部《关于印发〈永续债相关会计处理的规定〉的通知》（财会〔2019〕2 号）、《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7 号）、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（财会〔2017〕14 号）和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规

定>的通知》（财会〔2014〕13号），公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

除以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金。

三、行业及外部环境分析

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从1978年的17.90%增长到2018年的59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

为应对2008年国际金融危机的冲击，2009年中央政府推出4万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自43号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济

增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018年7月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018年10月，国务院办公厅下发101号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表1 2018年以来与城投企业相关产业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2019〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策

会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

(4) 未来发展

截至 2018 年末，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 外部环境

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、湾仔和跨境工业区共 8 个国家一类口岸。《广东省国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》明确提出了珠海市的定位为珠江西岸核心城市，要求进一步强化珠海作为珠江西岸核心城市的辐射、服务功能。随着粤港澳大湾区发展正式列入国家经济发展战略、港珠澳大桥的贯通及横琴自由贸易区政策优势的显现，珠海作为陆域交通与港澳连接的唯一城市，以及粤港澳大湾区重要的节点城市，迎来重大发展机遇，将在粤港澳的深度合作中扮演更为重要的角色，对外开放也将迎来新高度。2019 年 5 月，深珠城轨正式获得中国铁路总公司、广东省人民政府批复。在粤港澳大湾区协同发展的大背景下，深珠通道建设与广深港高铁香港段开通、港珠澳大桥正式通车、以及广珠城轨横琴段即将通车，珠海市将形成粤港澳大湾区 1 小时城际交通网络圈，未来发展前景较好。

2018 年，珠海市全市实现地区生产总值（GDP）2,914.74 亿元，较上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 50.09 亿元，较上年增长 1.2%；第二产业增加值 1,433.82 亿元，较上年增长 12.6%；第三产业增加值 1,430.83 亿元，较上年增长 3.5%。2018 年，珠海市人均生产总值为 15.94 万元。

2018 年，珠海市完成固定资产投资 1,858.57 亿元，较上年增长 20.7%。分投资主体看，国有经济投资 390.65 亿元，较上年增长 0.9%；非国有经济投资 1,467.92 亿元，较上年增长 27.4%。国内贸

易方面, 2018 年, 珠海市社会消费品零售总额 1,160.64 亿元, 较上年增长 7.4%。其中, 批发业零售额 236.05 亿元, 较上年增长 6.9%; 零售业零售额 780.14 亿元, 较上年增长 7.2%。

2018 年, 珠海市全市一般公共预算收入 331.47 亿元, 较上年增长 5.4%。其中, 税收收入 260.28 亿元, 占一般公共预算收入的比重为 78.5%; 非税收入 71.19%, 占比为 21.5%。珠海市实现政府性基金预算收入 386.39 亿元, 较上年下降 0.7%。2018 年, 珠海市全年一般公共预算支出 572.61 亿元, 较上年增长 15.9%, 支出增速较快; 珠海市财政自给率为 57.89%, 财政自给能力一般。债务方面, 截至 2018 年末, 珠海市政府负有偿还责任的债务余额为 446.13 亿元, 负有担保责任的债务余额为 0.45 亿元, 整体来看, 珠海市债务负担尚可。

总体看, 2018 年珠海市经济较上年保持稳定增长, 财政实力稳步增强, 珠海市享有独特政策优势, 随着粤港澳大湾区正式列入国家经济发展战略, 深珠城轨建设以及港珠澳大桥的开通, 珠海市面临重要的发展机遇。整体来看, 公司外部发展环境良好。

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、现代服务和商贸物流三大业务板块为主的业务结构。

目前, 珠海市共有 6 大公共事业运营主体, 即公司、珠海城市建设集团有限公司(以下简称“珠海城建”)、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(以下简称“大横琴投资”)。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事业运营主体, 与公司城市运营业务交叉较少。

公司、珠海城建和大横琴投资的业务均包含市政基础设施建设和投资, 珠海城建主要负责珠海市内市政基础设施建设, 大横琴投资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; 现任公司董事长, 兼任珠海十字门中央商务区建设有限公司(以下简称“十字门公司”)董事长。

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(以下简称“华发财务公司”)董事长、珠海华发商贸控股有限公司(以下简称“华发商贸”)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(以下简称“珠海金控”)董事等职务。

截至 2019 年 6 月末, 公司在职员工 10,254 人。从岗位构成看, 管理、专业及支持类员工人员共 2,838 人, 占比为 27.68%; 技能操作类人员共 7,416 人, 占比为 72.34%。从学历构成看, 大学本科及以上学历者共 2,669 人, 占比为 26.03%; 大专及以下学历者共 7,585 人, 占比为 73.97%。

总体看, 公司管理人员整体素质较高, 具有丰富的行业经验和管理经验; 公司员工年龄及学历

构成较合理，能够满足公司目前经营发展的需要。

3. 外部支持

公司母公司华发集团是珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一，2006 年与珠海格力集团公司被认定为珠海 2 家总部企业，华发集团资产规模较大，在珠海市垄断优势明显。公司作为华发集团旗下的城市综合服务主体，获得华发集团在资产和资金注入、股权划拨等方面的支持，华发集团在 2014 年将地下城轨项目资产划拨到公司，此外对公司增资 0.97 亿元；2015 年，根据《关于无偿划转珠海情侣海岸建设有限公司等企业股权的意见》（珠国资〔2015〕435 号），华发集团持有的珠海华富开发建设有限公司 100%的股权无偿划转给公司持有。

总体看，近年来公司获得了华发集团在资产、资金注入以及股权划拨方面的支持，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。

五、管理分析

1. 公司治理

公司按照《中华人民共和国公司法》《珠海经济特区商事登记条例》《珠海经济特区商事登记条例实施办法》及有关法律、行政法规，制订了《公司章程》，公司建立了由股东会、董事会、监事会和经营层组成的法人治理结构体系。

股东会由全体股东组成，是公司最高权利机构。董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 人，董事 4 人。董事任期 3 年，经股东会选举产生。公司设监事会，监事 3 名，由股东会选举产生，任期 3 年，可以连任。公司设经理 1 名，由董事会聘用或解聘，经理每届任期 3 年，连聘可以连任；经理对董事会负责。

总体看，公司建立了完善的法人治理结构。

2. 管理体制

公司建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、责权利分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。此外，公司根据自身经营管理的需要，内设运营管理部、行政人事部、财务管理部、资金管理部和市场招商部 5 个职能部门，并在财务、预算、投融资、对外担保以及子公司管理方面制定了一系列的管理制度，公司部门设置清晰，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。

总体看，公司部门设置齐全、内部管理制度较为健全，可满足公司日常经营和管理的需求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为珠海市大型的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合性公司，2016—2018 年，公司营业收入呈逐年增长趋势；主营业务占营业收入的比重维持在 97%以上，公司主营业务突出。

表 2 2016—2018 年公司业务经营情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市运营	43.15	31.81	45.38	51.03	32.59	68.51	50.10	25.32	58.64
商贸物流	83.01	61.19	0.77	91.63	58.52	0.82	131.14	66.29	0.80
现代服务	6.69	4.93	31.84	9.26	5.91	28.40	11.53	5.83	19.25
其他主营业务	0.37	0.28	-140.54	2.04	1.30	-19.12	1.54	0.78	33.12
其他业务	2.42	1.79	3.72	2.61	1.67	16.86	3.52	1.78	85.51
合计	135.65	100.00	16.16	156.57	100.00	24.53	197.83	100.00	18.28

资料来源：公司提供

分板块看，2016—2018 年，公司城市运营业务波动增长，主要公司近年来土地出让面积以及相关出让土地价格有所波动所致；商贸物流业务收入呈逐年增长趋势，其中 2018 年，商贸物流业务收入较上年增长 43.12%，主要系公司有色金属销售额大幅增长以及新增煤炭和钢铁销售所致；公司现代服务和其他业务占比较小，对公司整体收入规模影响不大。

毛利率方面，2016—2018 年，城市运营业务毛利率呈波动增长趋势，其中 2018 年，城市运营板块毛利率较上年下降 9.87 个百分点，主要系富山工业园出让土地以工业用地为主，毛利率相对较低所致；商贸物流业务毛利率维持在较低水平但整体较为稳定；受土地一级开发业务毛利率波动增长影响，公司主营业务毛利率也呈波动增长趋势。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入为 176.44 亿元，较上年同期增长 85.73%，主要系商贸物流业务收入大幅增长所致。2019 年 5 月，公司将珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业”）100%股权无偿转出，未来公司现代服务板块收入规模将出现下降，但现代服务板块收入规模有限，对公司整体收入影响较小。公司整体毛利率为 9.20%，毛利率水平较低，主要系商贸物流业务在营业收入中的占比大幅上升所致。公司净利润为 7.43 亿元，较上年同期下降 22.01%。

总体看，近年来，公司主营业务收入规模增长较快，城市运营及商贸物流业务收入占比较高，公司整体毛利率受城市运营业务影响呈波动增长趋势。

2. 城市运营板块

公司城市运营板块主要由子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城市运营”）及其下属子公司负责，业务主要分为土地一级开发、商业地产、保障房建设以及其他项目建设。

（1）土地一级开发业务

业务模式方面，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。

公司开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目、富山产业新城项目、斗门一河两岸项目和珠海北站 TOD 项目¹。针对上述项目，华发集团分别与珠海市财政局、珠海金湾区人民政府、珠海市保税区管委会、珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“珠海高新区管委会”）、珠海市富山工业园管理委员会和珠海市斗门区人民政府等签订土地一级开发协议/合作开发协议，由华发城市运营负责上述 7 个珠海核心区域的土地一级开发、市政基础设施建设等任务，资金由华发城市运营负责筹集。目

¹ 珠海北站 TOD 系华发城市运营的子公司，珠海华发高新建设控股有限公司的参股项目，产生的土地出让收入由珠海市财政局扣除农业土地开发基金后，拨付给珠海高新区，珠海高新区将约定的部分收入分配给珠海华发高新建设控股有限公司，其将分配的部分收入确认为土地一级开发收入。

前模式采用两种，第一种为委托方将开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入（扣除相关税费后）等资金按一定比例返还给公司；第二种项目开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入在扣除应上缴费用并优先偿还公司所支付的土地一级开发成本后，公司可获得土地增值收益的一定比例作为土地一级开发收益。

2016—2018 年，公司开发土地出让面积逐年增长，但各土地一级开发项目土地单价情况不同，因此土地一级开发项目收入波动增长，其中，2018 年，十字门中央商务区项目分成收入规模最大，收入达到 12.00 亿元；当期斗门一河两岸与富山工业园项目均实现收入，但毛利率水平均较低，其中斗门一河两岸项目无利润。

表 3 公司主要土地一级开发项目情况（单位：万平方米、宗、亿元、%）

项目	十字门中央商务区			保税区二期			金湾航空新城			高新区北围		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让数量	2	5	5	5	5	2	7	3	2	5	6	1
出让建筑面积	16.88	45.50	34.96	10.34	25.11	23.87	70.45	31.60	26.81	39.47	60.36	3.60
分成收入	6.71	12.80	12.00	1.78	3.18	2.14	15.59	13.42	5.48	19.01	15.98	7.76
结转开发成本	1.72	4.65	1.90	1.83	3.09	0.96	5.78	5.12	1.62	14.16	3.13	3.94
开发收益	4.99	8.15	10.10	-0.05	0.09	1.18	9.81	8.31	3.85	4.85	12.85	3.82
毛利率	74.37	63.67	84.20	-2.81	2.69	55.14	62.92	61.87	70.36	25.51	80.40	49.23
项目	珠海北站 TOD			斗门一河两岸			富山工业园			合计		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让数量	--	5	8	--	--	1	--	--	5	19	24	24
出让建筑面积	--	18.75	32.65	--	--	4.17	--	--	83.62	137.14	181.32	209.68
分成收入	--	5.65	9.33	--	--	2.39	--	--	9.65	43.09	51.03	48.75
结转开发成本	--	0.00	0.00	--	--	2.39	--	--	8.96	23.49	15.99	19.77
开发收益	--	5.65	9.33	--	--	0.00	--	--	0.69	19.60	35.05	28.97
毛利率	--	100.00	100.00	--	--	0.00	--	--	7.15	--	--	--

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2019 年 6 月末，公司在建土地一级开发项目总投资为 369.00 亿元，已投资 168.19 亿元，未来尚需投入 200.81 亿元，投资规模较大，未来公司资金支出压力较大。

表 4 截至 2019 年 6 月末公司土地一级开发项目在建情况（单位：平方公里、亿元）

项目	土地开发面积	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2019 年	2020 年	2021 年
十字门中央商务区	5.77	84.00	63.44	2.00	4.00	4.5
金湾航空新城	3.80	35.00	32.40	0.60	1.00	1.00
保税区二期	2.30	20.00	12.60	0.00	4.40	3.00
高新区北围	8.60	140.00	24.67	2.50	4.00	4.00
富山产业新城	150.00	60.00	23.37	11.10	5.00	6.00
斗门一河两岸	10.00	20.00	7.20	1.08	2.00	2.00
珠海北站 TOD	1.46	10.00	4.51	1.00	2.00	2.00
合计	181.93	369.00	168.19	18.28	22.40	22.50

资料来源：公司提供

（2）商业地产项目

公司商业地产项目主要包括横琴国际金融中心大厦项目、会展商务组团、高新区北围智谷园芯和富山智选小镇生活重心等项目。建筑类型涉及写字楼、酒店、会议中心、SOHO 办公、商务公寓等。公司利用自有资金拿地开展项目建设，建设完工对外出租或运营，未来以经营性收入来平衡资金投入。截至 2019 年 6 月末，商业地产项目总投资为 176.88 亿元，累计已完成投资 55.95 亿元，未来仍需投入 120.93 亿元。

（3）土地储备

除土地一级开发外，2010—2019 年，公司通过招拍挂的形式取得了位于十字门中央商务区、横琴新区、保税区、高新区、富山、阳江等占地面积合计 182.20 万平方米、计容建筑面积 507.07 万平方米的土地使用权，账面价值 155.89 亿元，土地性质包括住宅、商业和公寓，近年来珠海市土地价格增长较快，增值空间较大。

总体看，城市运营板块为公司的核心业务，其中土地一级开发业务收入规模较大且较为稳定，但毛利率随出让地块性质以及地理位置而有所波动。公司土地储备规模较大，增值空间较大。但公司项目投资规模较大，未来仍存在较大的资金支出压力。

3. 商贸物流板块

公司商贸物流业务板块由子公司华发商贸及其下属公司负责，业务主要包括大宗商品批发业务和汽车销售。

（1）大宗商品批发业务

公司大宗商品批发业务包括批发零售、进出口业务。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 70.00%~85.00%），给予下游一定的账期，应收账款回款后，公司将供应商尾款付齐。此模式下尽管应收账款较多，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%，2,000~5,000 美元收取 0.20%，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 10.00%。

为控制贸易风险，华发商贸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。

采购方面，受下游客户需求以及公司风控要求影响，公司各产品采购量变动较大。

表 5 2016—2018 年公司大宗商品批发业务采购情况（单位：元/吨、万吨）

商品	采购均价			采购数量		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
钢材	--	--	3,854	--	--	14.43
煤炭	--	--	721	--	--	31.01
燃料油	4,857	6,374	--	113.21	15.43	--
化工产品	6,539	7,827	6,003	6.29	6.31	5.17
铜矿石	10,799	5,252	10,506	20.49	36.08	15.85
液化气	3,270	--	--	3.84	--	--
有色金属	46,800	48,520	38,333	1.59	12.05	24.72
海产品	--	153,766	--	--	0.18	--

注：产品收入与单价情况仅统计收入前五大产品情况
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为变动情况看，2016—2018 年，前五大供应商采购金额占比为分别为 74.10%、47.22%和 69.70%，呈波动下降趋势。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依赖度较高的风险。

表 6 2016—2018 年公司大宗商品批发业务前五大上游供应商（单位：亿元、%）

年份	客户名称	主要产品	采购金额	占比
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	铜矿石	11.06	12.28
	江西铜业香港有限公司	铜矿石	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
2017 年	江西铜业香港有限公司	铜矿石	14.69	14.89
	上海尚融供应链管理有限公司	油品	11.23	11.41
	深圳江铜营销有限公司	有色金属	8.61	8.73
	中新联上海金属资源有限公司	有色金属	6.03	6.12
	航天科工深圳（集团）有限公司	有色金属	6.00	6.08
合计			46.58	47.22
2018 年	宜宾海丰鑫华商贸有限公司	有色金属	35.94	28.55
	上海馨顺商贸有限公司	有色金属	17.71	14.07
	江西铜业香港有限公司	铜矿石	16.42	13.04
	云南文产国际投资开发有限公司	有色金属	10.11	8.03
	广州隆银金属材料有限公司	有色金属	7.58	6.02
合计			87.76	69.70

资料来源：公司提供

销售方面，公司主要采用订单式销售，各种产品销售数量与采购数量一致。2018 年，公司主要销售产品为煤炭、有色金属、铜矿石、钢材和化工产品，但有色金属销售额规模达到 94.96 亿元，对单一产品依赖度较高；销售客户方面，2018 年，公司前五大销售客户销售金额合计为 73.14 亿元，

占比为 57.80%，整体来看，下游客户有一定集中度。

表 7 2016—2018 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		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
钢材	--	--	4,022	--	--	11.84
煤炭	--	--	737	--	--	31.01
燃料油	4,877	6,382	--	113.21	15.43	--
化工产品	6,637	7,951	6,089	6.29	6.31	5.17
铜矿石	10,853	5,272	10,573	20.49	36.08	15.85
液化气	3,280	--	--	3.84	--	--
有色金属	46,844	48,591	38,413	1.59	12.05	24.72
海产品	--	153,479	--	--	0.18	--

注：产品收入与单价情况仅统计收入前五大产品情况

资料来源：公司提供

从上下游及结算方式看，上游供应商方面，境外采购主要采用信用证结算，境内采购主要采用货到付款的方式结算。下游销售商方面，华发商贸根据下游客户信用等级不同通常给予 45~60 天的账期或采取现款结算。

（2）汽车销售业务

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 6 家店面，其中本部店面销售平行进口汽车、综合品牌汽车和售后维修业务，子公司珠海市华发上众汽车有限公司、珠海市华发锐达汽车有限公司、珠海华发德和汽车有限公司、珠海华发天成汽车有限公司分别经营上汽大众品牌、斯柯达品牌、雪佛兰品牌、广汽传祺品牌车辆及售后维修业务，另外 1 家子公司广州铎发汽车贸易有限公司经营平行进口车业务。2018 年公司汽车销售实现收入 4.58 亿元，较上年下降 4.08%。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。

总体看，公司大宗商品贸易规模较大，但毛利率水平相对较低，大宗商品贸易对有色金属的依赖度较高；公司汽车销售业务收入占比整体较小。

4. 现代服务业务

（1）物业服务

华发物业进行管理的物业包括华发集团及其下属子公司持有的商业和住宅物业，以及对外承接管理的物业；物业费一般由华发物业直接向业主收取，结算方式包括月结、半年结和年结。截至 2019 年 4 月末，华发物业进行物业服务的物业面积达 2,780.09 万平方米，其中内部项目物业管理面积 2,212.02 万平方米，外部项目物业管理面积 568.07 万平方米。

2018 年，公司实现物业管理收入 7.34 亿元，较上年增长 48.87%，主要系随着珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）商品房项目的持续销售，带动华发物业承接的物业项目量增加。

2019 年 4 月，根据珠海市国资委《关于无偿划转珠海华发现代服务投资控股有限公司所持有珠海华发物业管理服务有限公司 100%股权的处理意见》珠国资〔2019〕143 号文件，同意珠海华发现代服务投资控股有限公司所持有华发物业 100%股权无偿划转至北京九郡房地产开发有限公司（以下简称“九郡房地产”），九郡房地产属于华发集团境外全资子公司香港和辉集团有限公司在境内的

全资子公司。2019 年 5 月，华发物业无偿划转事项已经完成工商登记变更。

（2）会展和酒店业务

华发现代服务会展业务主要由子公司珠海华发国际会展管理有限公司负责，酒店业务主要由子公司珠海华发国际酒店管理有限公司负责。

华发现代服务会展和酒店业务集中于珠海国际会展中心，珠海国际会展中心包括会议中心、展览中心和配套酒店，酒店部分包括珠海华发行政公寓、喜来登酒店和瑞吉酒店，其中瑞吉酒店于 2018 年 8 月开业。

2018 年，公司实现会展收入 1.48 亿元，较上年下降 27.41%，主要系上年举办中拉博览会，项目收入较高；公司实现酒店收入 2.37 亿元，较上年增长 23.85%。

总体看，近年来，公司现代服务业务规模持续增长，为公司收入形成良好补充。2019 年 5 月，华发物业股权划出后，公司现代服务业收入规模将下降，但现代服务业收入规模相对不大，对公司整体收入影响有限。

5. 未来发展

根据华发集团总体战略目标，公司系华发集团三大产业集群中城市产业集群的重要载体与核心实施平台。根据规划，公司争取到 2020 年实现营业收入和净利润一定规模的增长，全面参与珠海产业、交通、城市建设，提升珠海市城市功能和产业基础。围绕城市片区开发运营、产业园区开发及招商运营、公共服务设施建设运营、城市更新、城市配套设施建设运营等五大业务，实现存量业务挖潜增效、增量业务积极拓展，提升产业发展与资产运营两大核心能力。

总体看，公司发展规划明确，可实施性较好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年度及 2018 年度合并财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017 年度财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2019 年半年度财务报表未经审计。公司按照财政部于 2006 年及以后颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、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。公司根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》以及《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》的要求编制财务报表，财务报表的列报发生变更，公司已对可比期间的数据进行追溯调整，本报告 2016 年度及 2017 年度财务数据分别使用 2017 年度和 2018 年度财务报表的年初或上年数据。

合并范围变化方面，2017 年，公司新增 5 家纳入合并范围的子公司，合并范围内子公司无减少。2018 年，公司新增 5 家纳入合并范围的子公司，合并范围内子公司减少 2 家，相关子公司规模均不大，合并范围的变化对公司影响较小。截至 2019 年 6 月末，纳入合并范围内的一级子公司合计 6 家。整体看，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 12.19%。截至 2018 年末，公司资产总额为 785.55 亿元，较年初增长 21.71%，增速较快，流动资产以及非流动资产均有较快增长。资

产结构方面，流动资产占 73.17%，非流动资产占 26.83%，资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 11.75%。截至 2018 年末，公司流动资产 574.76 亿元，较年初增长 20.05%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 45.00%）、存货（占 40.38%）和其他流动资产（占 7.48%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金连续增长，年均复合增长 40.53%。截至 2018 年末，公司货币资金为 258.66 亿元，较年初增长 85.60%，货币资金大幅增长，主要系收到股东注资所致；公司货币资金主要为银行存款（占 98.39%）。

2016—2018 年，公司应收票据及应收账款波动增长，年均复合增长 95.02%。截至 2018 年末，公司应收票据及应收账款为 24.52 亿元，其中应收账款为 23.23 亿元，较年初增长 68.29%，主要系应收珠海市富山工业园管理委员会、珠海市横琴新区管理委员会（十字门项目）和珠海市保税区财政局的土地收益分成款增长所致；从集中度来看，应收账款前五名的客户占应收账款余额的 71.66%，应收账款集中度较高，欠款方主要系富山工业园管理委员会、珠海市横琴新区管理委员会、保税区财政局以及贸易业务客户等；应收账款累计计提坏账准备 0.71 亿元，计提比例为 2.96%。

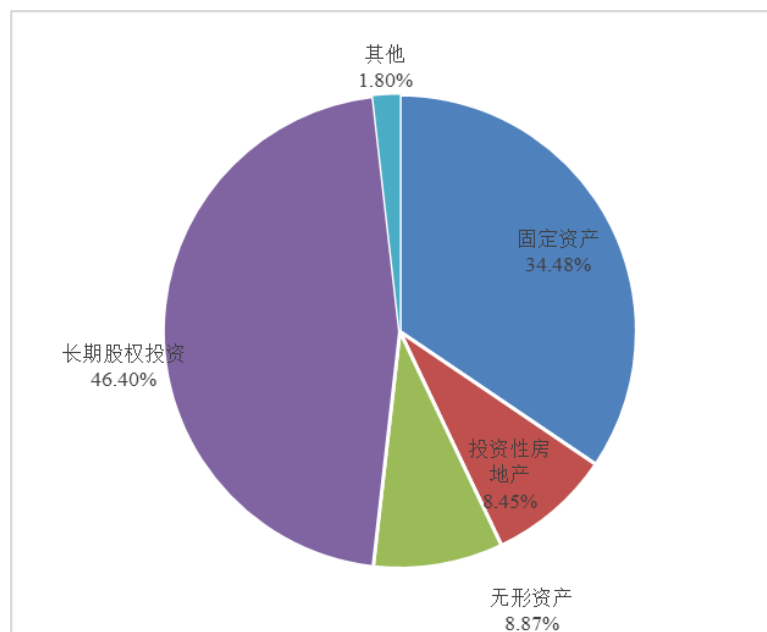
2016—2018 年，公司存货波动增长，年均复合增长 0.14%。截至 2018 年末，公司存货为 232.09 亿元，较年初下降 2.83%，基本保持稳定，存货主要由开发成本（占 95.81%）构成，包括十字门中央商务区、横琴国际金融大厦和富山产业新城等项目；存货累计计提跌价准备 0.01 亿元。

公司其他流动资产主要为委托贷款。2016—2018 年，公司其他流动资产连续下降，年均复合下降 27.55%。截至 2018 年末，公司其他流动资产 42.99 亿元，较年初下降 43.35%，主要系公司为华发集团等关联方提供的委托贷款下降所致，相关款项回收风险较小。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产连续下降，年均复合下降 84.03%。截至 2018 年末，公司非流动资产 210.79 亿元，较年初增长 26.45%，主要系固定资产以及长期股权投资大幅增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成。

图 2 截至 2018 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司长期股权投资连续增长，年均复合增长 20.02%。截至 2018 年末，公司长期股权投资为 97.80 亿元，较年初增长 35.06%，主要系珠海十字门城建有限公司（以下简称“十字门城建”）拟引入新投资者并公开出售 50% 股权，华发股份竞得十字门城建 50% 股权，并拥有董事会过半数投票权，公司因此丧失控制权转为长期股权投资所致。公司对华发财务公司投资规模 10.41 亿元，对华发股份投资规模 4.87 亿元，对珠海金控投资规模 48.74 亿元，对珠海市海川地产有限公司投资规模 6.22 亿元。

投资性房地产主要为喜来登酒店、行政公寓酒店、会展中心、展览中心、珠海中心等资产。2016—2018 年，公司投资性房地产波动下降，年均复合下降 45.24%。截至 2018 年末，公司投资性房地产为 17.82 亿元，较年初大幅下降 70.50%，主要系部分房产和土地使用权转为自用，公司将其调入固定资产和无形资产核算所致，投资性房地产全部采用公允价值进行后续计量。

公司固定资产主要为房屋及建筑物、运输设备和电子设备。2016—2018 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 92.58%。截至 2018 年末，公司固定资产为 72.68 亿元，较年初增长 347.38%，主要系投资性房地产转入所致，固定资产主要由房屋及建筑物（占 98.02%）构成，固定资产累计计提折旧 10.47 亿元，成新率为 87.41%，成新率较好。

2016—2018 年，公司无形资产连续增长，年均复合增长 83.65%。截至 2018 年末，公司无形资产为 18.69 亿元，较年初增长 186.63%，主要系部分投资性房地产调入，以及子公司购置土地使用权 13.70 亿元所致，购置的土地使用权用于开发富山工业园智造小镇生活中心和富山产业服务中心等项目。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计为 142.05 亿元，其中存货为 89.74 亿元，固定资产为 47.18 亿元，货币资金 4.14 亿元，长期股权投资 1.00 亿元，受限资产占总资产的比重为 18.08%，资产受限比例较低。

截至 2019 年 6 月末，公司合并资产总额 826.97 亿元，较年初增长 5.27%，主要系主要系随着公司融资规模扩大，货币资金储备增长所致；其中流动资产占 74.22%，非流动资产占 25.78%，公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产以流动资产为主，且货币资金大幅增长，资金充裕，但土地整理形成的存货及应收账款规模较大，对资金形成较大规模的占用，公司资产流动性尚可。公司整体资产质量尚可。

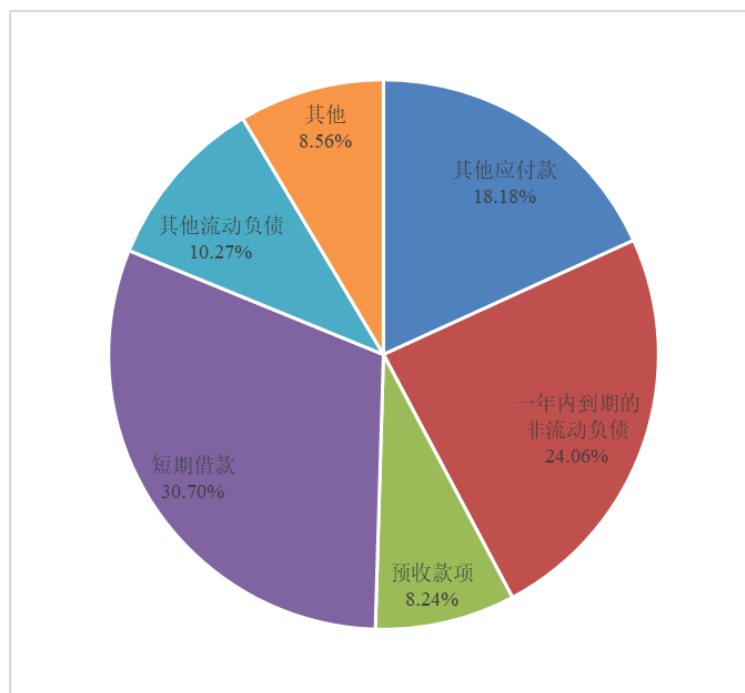
3. 负债及所有者权益

2016—2018 年，公司负债总额波动下降，年均复合下降 0.57%。截至 2018 年末，公司负债合计 354.94 亿元，较年初小幅增长 0.10%；其中流动负债占比为 55.37%，非流动负债占比为 44.63%，负债结构较为均衡。

（1）流动负债

2016—2018 年，公司流动负债连续下降，年均复合下降 7.01%。截至 2018 年末，公司流动负债 196.54 亿元，较年初下降 0.85%；流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

图 3 截至 2018 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款连续增长，年均复合增长 27.71%。截至 2018 年末，公司短期借款为 60.34 亿元，较年初增长 53.99%，主要系对华发财务公司的流动资金借款增长所致；短期借款主要由保证借款（占 27.92%）、信用借款（占 37.50%）和抵押保证借款（占 28.17%）构成。

预收款项主要是土地开发和商贸业务的预收款。2016—2018 年，公司预收款项连续增长，年均复合增长 32.76%。截至 2017 年末，公司预收款项 12.94 亿元，较年初增长 40.85%，主要系向横琴金融投资集团有限公司收取的珠海华发华宏开发建设有限公司股权转让预收款 5.00 亿元所致。截至 2018 年末，公司预收款项为 16.19 亿元，较年初增长 25.15%，主要系公司预收的土地收益分成款。

公司其他应付款主要为往来款和收取的项目建设保证金。2016—2018 年，公司其他应付款连续增长，年均复合增长 42.52%。截至 2018 年末，公司其他应付款为 35.73 亿元，较年初增长 36.79%，主要系与华发集团的往来款增加所致。

2016—2018 年，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降 42.01%。截至 2018 年末，公司其他流动负债为 20.18 亿元，较年初下降 74.82%，其他流动负债主要为公司发行的 20.00 亿元超短期融资券，本报告将其纳入短期债务核算。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 36.94%。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债为 47.28 亿元，较年初增加 45.01 亿元，主要系“14 珠海华发 MTN001”（债券余额 30.00 亿元）将于 2019 年 10 月到期以及部分长期借款即将到期转入所致。

（2）非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长 9.67%。截至 2018 年末，非流动负债 158.40 亿元，较年初增长 1.30%；非流动负债主要由长期借款（占 42.12%）和应付债券（占 53.47%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款连续增长，年均复合增长 43.39%。截至 2018 年末，公司长期借款为 66.73 亿元，较年初增长 17.22%，主要系公司经营所需，增大融资力度所致。期限分布方面，公司长期借款将于 2020 年到期 12.62 亿元，2021 年到期 7.60 亿元，2022 年到期 9.32 亿元，2023 年

到期 11.82 亿元，2024 年及以后合计到期 25.36 亿元，公司长期借款不存在集中到期的情况。

2016—2018 年，公司应付债券较为稳定，年均复合增长 0.11%。截至 2018 年末，公司应付债券为 84.69 亿元，较年初基本持平，应付债券将于 2020 年到期 15.00 亿元、2021 年到期 40.00 亿元、2023 年到期 30.00 亿元，其中“16 华综 01”“G18 华综 1”和“18 华综 01”附投资者回售选择权，行权日分别为 2019 年 3 月 11 日、2021 年 3 月 28 日及 2021 年 8 月 15 日。

2016—2018 年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 46.30%。截至 2018 年末，公司长期应付款为 3.23 亿元，较年初下降 71.88%，主要系公司偿还大部分融资租赁款所致，本报告将剩余融资租赁款计入债务核算。

2016—2018 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 5.16%。截至 2018 年末，公司全部债务为 282.21 亿元，较年初增长 0.33%，其中短期债务 130.75 亿元（占 46.33%），长期债务 151.46 亿元（占 53.67%），短期债务和长期债务较年初分别增长 0.03%和 0.58%。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 57.52%、54.94%和 45.18%，全部债务资本化比率分别为 49.05%、49.16%和 39.59%，长期债务资本化比率分别为 32.42%、34.11%和 26.02%，公司整体债务负担在 2018 年明显下降。

截至 2018 年末，将公司发行的永续债从所有者权益中剔除并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，测算资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 56.35%、51.89%和 41.09%，分别较调整前提高 11.16 个百分点、12.30 个百分点和 15.07 个百分点，公司债务负担明显加重。

截至 2019 年 6 月末，公司负债总额 378.58 亿元，较年初增长 6.66%，主要系公司取得的银行长期借款增长所致；其中流动负债占 54.43%，非流动负债占 45.57%，公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较年初变化不大。截至 2019 年 6 月末，公司全部债务 312.45 亿元，较年初增长 10.72%，其中，短期债务 145.23 亿元（占 46.48%），较年初增长 11.07%。长期债务 167.23 亿元（占 53.52%），较年初增长 10.41%。截至 2019 年 6 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 45.78%、41.07%和 27.16%，较年初分别提高 0.60 个百分点、1.48 个百分点和 1.14 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2019 年 6 月末，公司全部债务增至 412.85 亿元，较年初增长 11.61%。其中，短期债务 145.23 亿元（占 35.18%），长期债务 267.63 亿元（占 64.82%）。截至 2019 年 6 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 57.92%、54.26%和 43.47%，较调整前分别提高 12.14 个百分点、13.20 个百分点和 16.31 个百分点。

总体看，近年来，公司债务规模持续增长，且短期债务占比较高，债务结构有待调整。但在 2018 年，受益于所有者权益大幅增长，公司债务负担有所下降。

（3）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 27.45%。截至 2018 年末，公司所有者权益 430.61 亿元，较年初增长 48.04%，主要系公司引入工智基金以及农智基金资金合计 120.00 亿元所致，其中 2.03 亿元作为注册资本，剩余的计入资本公积；归属于母公司所有者权益 390.57 亿元，其中，实收资本占 3.08%、资本公积占 67.54%、其他权益工具占 22.45%和未分配利润占 6.09%，所有者权益中其他权益工具占比较高，权益稳定性尚可。截至 2018 年末，公司资本公积为 263.81 亿元，较年初增长 87.17%，主要系工智基金和农智基金的增资溢价部分计入资本公积所致，工智基金及农智基金有限合伙人基金份额在退出时，由华发集团回购，因此不作为公司债务计算。

截至 2019 年 6 月末，公司所有者权益为 448.39 亿元，较年初增长 4.13%，主要系发行 12.70 亿元永续信托所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 90.64%，少数股东权益占比为 9.36%。归

属于母公司所有者权益 406.43 亿元，其中，实收资本占 2.96%、资本公积占 64.51%、其他权益工具占 24.70%和未分配利润占 7.10%。权益稳定性尚可。

总体看，由于在 2018 年引入新的基金投资者，公司净资产规模快速扩大，所有者权益中其他权益工具占比较高，权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

受公司土地一级开发和大宗商品批发业务收入增长所致，2016—2018 年，公司营业收入与营业成本均保持连续增长，年均复合增长率分别为 20.76%和 19.23%。2018 年，公司实现营业收入 197.83 亿元，较上年增长 26.36%，主要系有色金属贸易额增长较快以及新增煤炭和钢材贸易所致；公司营业成本为 161.67 亿元，较上年增长 36.81%，营业成本增速明显高于营业收入增速。2016—2018 年，公司营业利润与净利润均波动增长，年均复合增长率分别为 39.34%和 42.30%。2018 年，公司营业利润与净利润分别为 26.82 亿元和 21.35 亿元，较上年分别下降 9.45%和 5.88%。

2016—2018 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 8.72%。2018 年，公司期间费用总额为 14.90 亿元，较上年增长 1.81%。从费用构成来看，公司期间费用以管理费用（占 46.99%）和财务费用（占 45.33%）为主，其中管理费用为 7.00 亿元，较上年增长 23.23%，主要系职工薪酬增加所致；公司财务费用为 6.75 亿元，较上年下降 17.42%，主要系本期利息资本化规模较多所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 9.29%、9.34%和 7.53%，公司费用控制能力尚可。

2016—2018 年，公司投资收益持续增长，年均复合增长 11.31%。2018 年，公司获得投资收益 6.61 亿元，较上年增长 6.81%，主要为来自华发财务公司和珠海金控的投资收益；投资收益在营业利润中的比重为 24.65%，对公司利润有较好贡献。

从盈利指标看，从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 15.77%、24.25%和 17.79%，呈波动增长趋势；公司总资本收益率分别为 4.63%、6.54%和 5.06%，总资产报酬率分别为 4.31%、6.67%和 5.30%，公司净资产收益率分别为 4.28%、8.16%和 5.92%，均呈波动增长趋势，公司整体盈利能力尚可。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入为 176.44 亿元，较上年同期增长 85.73%，主要系商贸物流业务收入大幅增长所致；公司净利润为 7.43 亿元，较上年同期下降 22.01%。

总体看，近年来，公司营业收入增速较快，同时公司参股企业经营较好，为公司提供了较多投资收益，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长 15.65%。2018 年，公司经营活动现金流入量为 234.29 亿元，较上年增长 38.01%，主要系随着公司收入规模扩大，业务回款随之增长，以及收到的往来款项增长所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量连续增长，年均复合增长 30.11%。2018 年，公司经营活动现金流出量为 241.62 亿元，较上年增长 44.31%，主要系贸易业务采购商品以及土地业务投入增长所致。2016—2018 年，公司经营活动现金净额分别为 32.45 亿元、2.32 亿元和 -7.33 亿元，连续下降。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 126.89%、105.50%和 107.44%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 53.22%。2018 年，公司投资活动现金流入量为 75.37 亿元，较上年下降 41.43%，本期现金流入主要为收回的委托贷款现金。2016—2018 年，公司投资活动现金流出量波动下降，年均复合下降 28.74%。2018

年，公司投资活动现金流出量为 71.18 亿元，较上年减少 49.44%，本期现金流出主要用于发放委托贷款。2016—2018 年，公司投资活动现金净额分别为-108.06 亿元、-12.11 亿元和 4.18 亿元，2018 年转为净流入。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 17.83%。2018 年，公司筹资活动现金流入量为 467.54 亿元，较上年增长 47.43%，主要系公司及子公司收到的少数股东注资款以及银行借款增长所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出量连续增长，年均复合增长 36.31%。公司筹资活动现金流出量为 339.44 亿元，较上年增长 11.44%，主要系公司当期偿还债务规模增长所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金净额分别为 154.05 亿元、12.51 亿元和 128.10 亿元，波动下降，年均复合下降 8.81%。

2019 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-30.42 亿元，净流出规模较大，主要系当期回款较少所致；公司投资活动产生的现金流量净额为 12.47 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 30.05 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流量净额持续下降，投资活动现金流情况逐渐改善，且公司在 2018 年获得了股东的大量注资，筹资活动现金净流入规模很高，现金充裕。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 2.02 倍、2.42 倍和 2.92 倍，速动比率分别为 1.01 倍、1.21 倍和 1.74 倍，均呈连续增长趋势。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 1.02 倍、1.07 倍和 1.99 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。截至 2019 年 6 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 2.98 倍、1.82 倍和 1.97 倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 27.89 亿元、45.64 亿元和 41.18 亿元，波动增长。2018 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 6.71%）、摊销（占 1.12%）、计入财务费用的利息支出（占 27.14%）和利润总额（占 65.03%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.76 倍、3.09 倍和 2.43 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较好；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.16 倍和 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1044040200879080J），截至 2019 年 7 月 5 日，公司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 2019 年 6 月末，公司获得的各金融机构授信额度为 337.25 亿元，剩余授信额度为 185.55 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 6 月末，公司对外担保余额合计 31.40 亿元，担保比率为 7.00%，主要系为华发集团提供的担保，截至目前被担保方经营状况良好，公司代偿风险较小。

截至 2019 年 6 月末，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

总体看，公司短期偿债能力强，长期偿债能力尚可，间接融资渠道畅通，考虑到公司作为珠海市大型的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合性公司，在珠海市竞争优势显著，近年来经营情况持续向好，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 416.47 亿元，所有者权益 221.52 亿元，负债总额 194.95 亿元，

全部债务 191.33 亿元，其中应付债券 84.69 亿元；母公司资产负债率 46.81%，全部债务资本化比率 46.34%。2018 年，母公司实现营业收入 1.83 亿元，利润总额 12.92 亿元。

截至 2016 年 6 月末，母公司资产总额 455.41 亿元，所有者权益 234.71 亿元，负债总额 220.70 亿元，全部债务 216.54 亿元，其中应付债券 154.66 亿元；母公司资产负债率 48.46%，全部债务资本化比率 47.99%。2019 年 1—6 月，母公司实现营业收入 0.28 亿元，利润总额 1.51 亿元。

八、本期公司债偿还能力分析

1. 本期公司债的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 6 月末，公司所有者权益为 448.39 亿元，本期拟发行可续期公司债券不超过 10.00 亿元。本期债券发行后，公司所有者权益将增至 458.39 亿元。以 2019 年 6 月底的财务数据为基础，若本期募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 45.78%、41.07%和 27.16%降至 45.23%、40.53%和 26.73%。

由于公司本期发行的可续期债券附赎回选择权，若将其视为债务，若本期募集资金净额为 10.00 亿元，以 2019 年 6 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 45.78%、41.07%和 27.16%上升至 46.99%、41.83%和 28.33%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期公司债偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 41.18 亿元，对本期债券发行额度（10.00 亿元）的 4.12 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。公司经营活动产生的现金流入为 234.29 亿元，为本期公司债券发行额度（10.00 亿元）的 23.43 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度较好。

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，公司对本期公司债券的偿还能力极强。

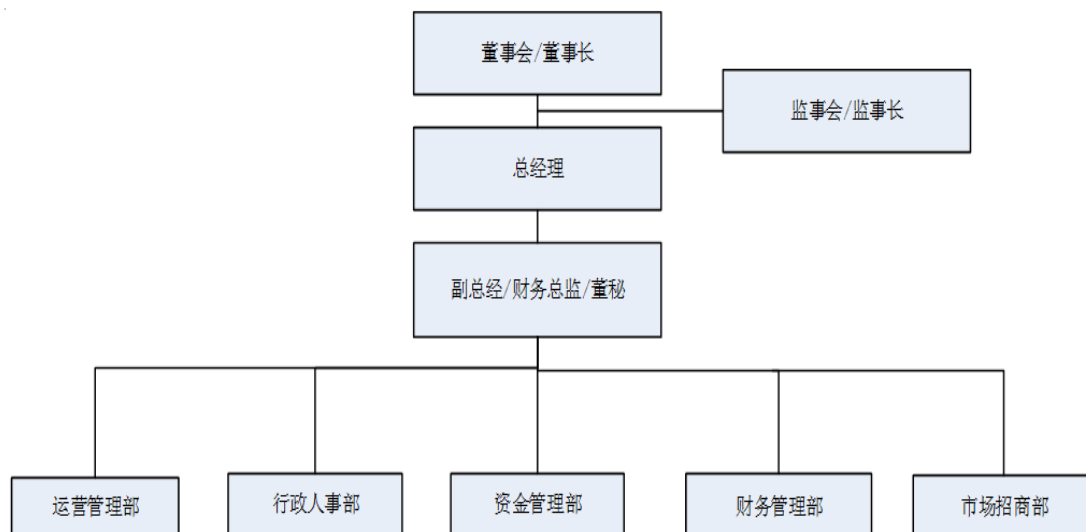
九、综合评价

公司作为珠海市集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的大型综合性公司，在珠海市竞争优势显著，外部发展环境良好；受基金注资影响，公司所有者权益规模大幅增长，资本实力增强；公司货币资金充裕，投资收益稳定。同时，联合评级也关注到公司在建项目资金支出需求较大，债务结构有待改善，经营活动净现金流转为净流出等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着深珠城轨开始建设、港珠澳大桥开通以及粤港澳大湾区列入国家重点经济发展战略，珠海作为重要的节点城市，将在深化粤港澳合作中发挥更为重要的作用。公司作为珠海市大型的综合性企业，面临重要的发展机遇，综合竞争力有望进一步增强。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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1 截至 2019 年 6 月底珠海华发综合发展有限公司 组织结构图



附件 2 截至 2019 年 6 月底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	业务性质
珠海华发商贸控股有限公司	80.00	10,000.00	商品销售
珠海华发城市运营投资控股有限公司	100.00	50,000.00	项目投资
珠海华熠开发建设有限公司	100.00	10,000.00	项目建设
珠海市华平建设管理有限公司	90.00	5,000.00	项目建设
珠海华发现代服务投资控股有限公司	100.00	10,000.00	服务业
珠海富山工业园投资开发有限公司	100.00	1,000.00	项目建设

附件 3 珠海华发综合发展有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	624.10	645.45	785.55	826.97
所有者权益（亿元）	265.09	290.87	430.61	448.39
短期债务（亿元）	128.02	130.70	130.75	145.23
长期债务（亿元）	127.20	150.58	151.46	167.23
全部债务（亿元）	255.22	281.29	282.21	312.45
营业收入（亿元）	135.65	156.57	197.83	176.44
净利润（亿元）	10.54	22.68	21.35	7.43
EBITDA（亿元）	27.89	45.64	41.18	--
经营性净现金流（亿元）	32.45	2.32	-7.33	-30.42
应收账款周转次数（次）	7.45	14.86	10.37	--
存货周转次数（次）	0.47	0.50	0.69	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.25	0.28	--
现金收入比率（%）	126.89	105.50	107.44	95.35
总资本收益率（%）	4.63	6.54	5.06	--
总资产报酬率（%）	4.31	6.67	5.30	--
净资产收益率（%）	4.28	8.16	5.92	--
营业利润率（%）	15.77	24.25	17.79	8.98
费用收入比（%）	9.29	9.34	7.53	4.32
资产负债率（%）	57.52	54.94	45.18	45.78
全部债务资本化比率（%）	49.05	49.16	39.59	41.07
长期债务资本化比率（%）	32.42	34.11	26.02	27.16
EBITDA 利息倍数（倍）	1.76	3.09	2.43	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.16	0.15	--
流动比率（倍）	2.02	2.42	2.92	2.98
速动比率（倍）	1.01	1.21	1.74	1.82
现金短期债务比（倍）	1.02	1.07	1.99	1.97
经营现金流动负债比率（%）	14.28	1.17	-3.73	-14.76
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.79	4.56	4.12	--

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 2019 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 4 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+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 5 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 2020年公开发行永续期公司债券（第一期）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（期）债券存续期内，并在每年珠海华发综合发展有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）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相关状况，以及包括递延支付利息权在内的永续期债券下设特殊条款，如发现珠海华发综合发展有限公司或本次（期）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（期）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。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将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
二〇一九年十月八日