

信用等级公告

联合[2014] 1997 号

联合资信评估有限公司通过对珠海华发综合发展有限公司及其拟发行的 2015 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

珠海华发综合发展有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

珠海华发综合发展有限公司

2015 年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

珠海华发综合发展有限公司

2015 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 7 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

发行目的: 补充运营资金, 募投项目建设

评级时间: 2014 年 11 月 12 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
资产总额(亿元)	122.72	142.62	238.62	248.21
所有者权益(亿元)	95.14	106.59	175.08	177.77
长期债务(亿元)	3.10	4.70	14.22	16.70
全部债务(亿元)	20.96	21.60	23.98	25.36
营业收入(亿元)	8.06	20.28	39.53	6.49
利润总额(亿元)	0.31	0.34	4.61	-0.31
EBITDA(亿元)	0.46	0.51	5.53	--
经营性净现金流(亿元)	-6.24	-4.89	8.76	-2.52
营业利润率(%)	7.79	9.80	17.77	3.55
净资产收益率(%)	0.25	0.20	1.92	--
资产负债率(%)	22.48	25.26	26.63	28.38
全部债务资本化比率(%)	18.05	16.85	12.05	12.49
流动比率(%)	343.65	325.31	491.59	461.55
全部债务/EBITDA(倍)	45.77	42.12	4.34	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.07	0.07	0.79	--

注: 公司成立于 2012 年, 2013 年 12 月进行重组, 故 2011~2013 年财务数据为基于子公司的模拟值; 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

郭 畅 刘珏轩

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对珠海华发综合发展有限公司(以下简称“公司”)的评级, 反映了公司所处外部环境良好; 公司在珠海市城市综合服务业务领域市场定位明确, 获得了母公司珠海华发集团有限公司和珠海市政府的大力支持。同时, 联合资信也关注到, 公司正处于大规模投资建设期, 较大的资金压力和整体盈利能力弱等不利因素给公司正常运营和债务偿还带来的负面影响。

近年来, 珠海市经济水平快速增长, 财政实力不断增强, 给公司城市综合服务定位创造了良好的外部环境; 未来随着公司十字门中央商务区项目、保障性住房项目和各园区开发项目的开展, 公司收入和利润规模有望增长, 对外融资压力有望缓解。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力尚可, 同时考虑到公司获得母公司及珠海市政府的大力支持, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 2009 年 8 月 14 日国务院正式批准了《横琴总体发展规划》, 使横琴新区成为粤港澳紧密合作的新载体和示范区, 政治和战略地位突出; 同时, 近年来珠海市经济水平快速发展, 财政实力不断增强, 给公司城市综合服务主业创造了良好的外部环境。
2. 公司作为珠海市首批两家总部企业之一珠海华发集团有限公司的全资子公司, 承担珠海市重大城市基础设施建设和保障性住房建设等工作, 其中十字门中央商务区项目是珠海核心城市建设的战略项目以及横琴区域开发的启动项目; 公司市场定位明

- 确，获得母公司和市政府的大力支持。
3. 公司新设立的珠海华金开发建设有限公司等项目子公司，将参与珠海市行政区和工业园区等的开发建设运营；上述项目未来将成为公司新的收入和利润增长点。
 4. 公司近年营业收入规模快速增长，期间费用控制能力较好。

关注

1. 公司土地一级开发业务规模大，受房地产行业政策影响，收益实现具有一定的不确定性。
2. 公司的十字门中央商务区和保障房等项目处于建设期，尚未形成明显的经济效益，持续的资本支出将加大公司的对外融资压力，债务负担呈持续上升趋势。
3. 公司整体盈利能力弱，收入实现质量较差，经营性净现金流波动大。
4. 公司对外担保比率较高，存在一定的或有风险。
5. 公司“14 珠海华发 MTN001”、2015 年第一期和第二期中票发行规模大，发行间隔期短，期限均为 5 年，未来存在一定的集中偿付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与珠海华发综合发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与珠海华发综合发展有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因珠海华发综合发展有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由珠海华发综合发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、珠海华发综合发展有限公司 2015 年第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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

公司母公司华发集团成立于1985年3月16日，现直接隶属于珠海市国资委，为国有资产授权经营单位，注册资本为人民币10亿元。华发集团为珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一，2006年与珠海格力集团公司首批被认定为珠海2家总部企业。2013年12月11日，根据《关于无偿划转珠海华发保障房建设控股有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2013】435号），华发集团内涉及城市运营业务板块的子公司股权被划入公司，公司被确立为母公司华发集团业务架构内负责城市综合服务业务的主体，华发集团具体的业务布局见附件1-3所示。截至2013年底，公司股东为华发集团，实际控制人为珠海市国资委。

2014年4月4日，根据《关于华发集团对珠海华发综合发展有限公司增加投资的意见》（珠国资【2014】105号），珠海市国资委批准华发集团和铎创股权投资以货币资金出资和资本公积转增的方式对公司增资99700万元；其中，华发集团以货币资金增资9790万元，

以资本公积增资60000万元，铎创股权投资以货币资金增资29910万元。增资工作完成后，公司实收资本达10.00亿元，其中华发集团持股70%，铎创股权投资持股30%。2014年4月17日，上述增资工作已经完成，珠海立信会计师事务所针对此次增资出具了验资报告（珠立验字【2014】045号）。

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2013年底，公司下设运营管理部、行政人事部、财务部和市场招商部4个职能部门；拥有珠海华发现代服务投资控股有限公司、珠海华发城市运营投资控股有限公司和珠海华发商贸控股有限公司3家子公司。

截至2013年底，公司合并资产总额为238.62亿元，所有者权益为175.08亿元（其中少数股东权益25.15亿元）；2013年，公司实现营业收入39.53亿元，实现利润总额4.61亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为248.21亿元，所有者权益为177.77亿元（其中少数股东权益27.50亿元）；2014年一季度，公司实现营业收入6.49亿元，实现利润总额-0.31亿元。

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：赵锐。

二、本期中期票据概况

1. 本期债券概况

公司已于2014年注册中期票据45.00亿元，第一期已发行30.00亿元，2015年度第一期中期票据计划发行8.00亿元，2015年度第二期中期票据拟发行7.00亿元（以下简称“本

期中期票据”，发行期限为 5 年。

本期中期票据无担保。

2. 本期债券资金用途

1) 本期中期票据募集资金 1.5 亿元用于补充公司的营运资金。

2) 本期中期票据募集资金中 5.5 亿元用于横琴国际金融大厦项目建设。

表 1 募投项目现金流预测表（单位：万元）

序号	项目	合计	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1	现金流入	592085	-	-	-	222434	281217	88434
1.1	甲级写字楼销售收入	224507	-	-	-	89803	101028	33676
1.2	商务公寓销售收入	207234	-	-	-	82894	103617	20723
1.3	商业配套设施销售收入	124344	-	-	-	49738	62172	12434
1.4	地下车位销售收入	36000	-	-	-		14400	21600
2	现金流出	449857	48154	69180	67080	169483	83197	12763
2.1	土地费用	--	-	-	-	-	-	-
2.2	建安工程费用	220570	36259	50524	46495	83358	3934	-
2.3	二类费用	22056	3626	5052	4649	8,336	393	-
2.4	预备费	25701	4225	5887	5418	9713	458	-
2.5	建设期利息	39507	1678	4419	7483	11585	14342	-
2.6	管理费	14394	2366	3297	3034	5440	257	-
2.7	营销费用	17762	-	-	-	7105	8881	1776
2.8	相关税费	81822	-	-	-	32729	40911	8182
2.9	企业所得税	28042	-	-	-	11217	14021	2804
3	净现金流量	142228	-48154	-69180	-67080	52951	198020	75671
	累计净现金流量	-	-106256	-175436	-242516	-189565	8456	84127

资料来源：公司提供

横琴国际金融中心大厦位于横琴新区十字门中央商务区的离岸金融岛内，地处区域中心，东到十字门大道、南到汇通六路、西至荣珠路、北至汇通七路。

项目用地面积约 1.8 万平方米，总建筑面积约 19.8 万平方米，其中，地上建筑面积约 13.8 万平方米，地下建筑面积约 6 万平方米。项目包含国际标准甲级写字楼、国际商务公寓及商业配套设施，建筑高度约 300 米。

项目 2013 年 8 月 28 日正式动工，计划 2017 年整体建成，建设工期约 4 年。项目已完成前期立项、方案报建等工作，2013 年 8 月 28 日正式启动基坑支护工程，计划 2014 年初实施桩基础工程，2015 年初开展主体工程施工，2017 年全面建成并正式投入运营。

项目总投资约 38.03 亿元，其中 2009 年已支付土地费用约 4.70 亿元。剩余投资约 30.38 亿元，计划在 2014~2018 年投入。根据工程进度，项目写字楼、公寓和商业配套设施可在 2017 年进行预售，计划在 2019 年可全部售完。

根据横琴及珠海写字楼、公寓及商业配套设施的物业价格增长趋势，预计项目物业销售收入约 59.21 亿元。

预计到 2018 年项目可回收全部前期投资，并实现税后净利润约 8.41 亿元，税后投资利润率约 23.02%，回收期约 5.96 年。

考虑到近期房地产市场趋于下行，公司项目建设工期较长，未来收益存在一定不确定性。

公司三期中期票据发行额度较大，公司未

来到期偿还压力较大。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。

据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，中国继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫

生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债

收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预

期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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

（1）城市运营板块

行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益

丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

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

行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009年3月，中国人民银行和中国银监会

联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在2009年4万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发[2010]19号文对融资平台债务进行全面清理

(1) 对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。(2) 融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发[2010]19号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012年，银监会出台《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新

增贷款条件,确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010 年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金[2010]2881 号,凡是申请发行企业债券的投融资平台公司,其偿债资金来源 70%以上(含 70%)必须来自公司自身收益,且公司资产构成等必须符合国发[2010]19 号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设,且占企业收入比重超过 30%的投融资平台公司发行企业债券,除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外,还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息,作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过 100%,其发行企业债券的申请将不予受理。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。(1)禁止地方政府公益性项目向影子银行举债(2)地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购(BT)责任等方式举借政府性债务(3)地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资,不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目(4)制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463 号文件的出台,化解了地方政府债务不断累积的长期担忧,长期来看,融资平台债务风险应将有所下降,但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

2013 年 4 月,银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风

险管控工作。整体上,《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先,

《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”,严格新增贷款条件,整体上 2013 年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境,将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资,城投债仍将保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境,监管政策预留着一定的空间,执行将存在一定的灵活性。此外,《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策,对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控,有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013 年 8 月底,国家发改委办公厅正式下发发改办财金[2013]2050 号文,支持“债贷组合”模式,即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。

2014 年 10 月,国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称《意见》),系中央政府针对地方政府性债务管理出具的更全面具体、更有针对性的政策部署。《意见》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:(1)政府举债主体只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府,市县级政府确需举借债务的,也只能通过省、自治区、直辖市政府代为举借,

企事业单位严格禁止举借政府性债务，且明确要剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式。(2)《意见》明确了地方政府性债务规模实行限额管理，通过建立地方政府信用评级制度，逐步完善地方政府债券市场；地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；地方政府债务实行全口径预算管理。(3)对于偿债主体，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则；若出现地方政府难以自行偿还债务的情况，地方政府要及时上报，本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制，切实化解债务风险，并追究相关人员责任。另外，对于存量债务，《意见》还明确了分类管理、在建项目后续融资安排等内容。综上，《意见》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元，比上年增长 19.30%，扣除价格因素，实际增长 18.90%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 1.97 万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的

生产与供应）投资 7.17 万亿，比上年增长 21.20%。2013 年全年新开工项目计划总投资 35.78 万亿元，比上年增长 14.20%；新开工项目 38.93 万个，比上年增加 6.62 万个。2013 年全年新开工建设城镇保障性安居工程住房 666 万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房 544 万套。

截至 2013 年底，中国城镇化率为 53.73%，较上年提高 1.16 个百分点，未来中国城镇化进程将逐渐深入。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

(2) 地产物业板块

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不

仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

2009 年以来，由于中国房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。随着多轮房地产调控政策的陆续实施，房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势，尤其是 2011 年下半年，“新国八条”等一系列严厉的调控政策效果集中显现，国房景气指数大幅回落。2011 年 11 月开始，房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至 100 点以下，且这一下行趋势持续到 2012 年 3 季度末。2012 年 10 月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。

为了防范房地产市场反弹，2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013 年 3 月 1 日，中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。进一步完善现行住房限购措施；对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的，要进行约谈和问责等。

从投资结构来看，在城市化迅速发展的背景下，作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响，部分资金逐步向商业地产转移，商业地产成为楼市调控新政的受益者，办公楼和商业营业用房等商业地产投资呈高速增长态势。2013 年，房地产开发投资 86013.38 亿元，比上年增长 19.8%。其中，住宅投资 58950.76 亿元，增长 19.4%；办公楼投资 4652.45 亿元，增长 38.2%；商业营业用

房投资 11945.00 亿元，增长 28.3%。

从整体供应情况看，2013 年房地产市场整体呈快速上涨趋势，商品房销售逐月增长，且增速较 2012 年大幅提高。2013 年，商品房销售面积 130550.59 万平方米，比上年增长 17.29%；其中，现房销售面积 31001.35 万平方米、期房销售面积 99549.24 万平方米。

2013 年商品房新开工面积 201207.84 万平方米，同比增长 13.48 个百分点；由于前两年快速增长的房地产项目 2013 年开始陆续、集中完工，全年商品房竣工面积累计 101434.99 万平方米，同比增长 2.01 个百分点；2013 年商品房施工面积增速上涨，全年商品房施工面积 665571.89 万平方米，同比增长 15.90 个百分点。

需求结构方面，2013 年办公楼销售保持较快增长势头均显著高于住宅和商业营业用房，办公楼销售 2883.35 万平方米，同比增长 27.92%；住宅销售同比增长 17.52%，商业营业用房同比增长 9.15%。总体看商业地产发展势头较好。

从整体需求情况看，2013 年房地产调控政策持续深化，在坚持了差别化的住房信贷、税收政策和限购措施这一主导政策的同时，房产税没有扩大试点范围和加大试点力度。2013 年底房地产市场持续回暖，城市住宅市场成交量同比增幅较高、重点城市房价普涨、土地市场量价齐升。2013 年全年商品房销售面积 130550.59 万平方米，较上年同期增长 17.29%。

2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38814.00 万平方米，比上年增长 8.80%，增速比 1-11 月份下降 1.10 个百分点；土地成交价款 9918.00 亿元，增长 33.90%，增速提高 2.40 个百分点。

2013 年，房地产开发企业到位资金 122122 亿元，比上年增长 26.5%，增速比 1-11 月份下降 1.1 个百分点，比 2012 年上涨 13.8 个百分点。其中，国内贷款 19673 亿元，增长 33.1%；利用外资 534 亿元，增长 32.8%；自筹资金

47425 亿元，增长 21.3%；其他资金 54491 亿元，增长 28.9%。在其他资金中，定金及预收款 34499 亿元，增长 29.9%；个人按揭贷款 14033 亿元，增长 33.3%。

总体上，2013 年房地产行业恢复较为明显，受到 2012 年 10 月份以来市场持续回暖影响，市场信心较强，房地产企业投资增长，全年住宅新开工等指标有明显提高，逐步转化为新建商品住宅供应以后，供需矛盾将出现一定的缓解。从房地产行业所处环境看，虽然政策调整较为频繁，但地方上既有收紧性调控出台，又有利于需求释放的政策放松。

2014 年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户），到 2015 年全国保障性住房覆盖面达到 20%左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造。

2014 年 4 月 22 日，住建部发布《住房城乡建设部关于做好 2014 年住房保障工作的通知》，2014 年全国城镇保障性安居工程计划新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上；计划基本建成 480 万套，并加强保障性住房配套设施建设；探索发展共有产权住房，目前已确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市。明确了共有产权住房为新的保障性住房模式。在 2013 年 10 月，北京市住建委公布《关于加快发展中低价位自主型改善型商品住房建设的意见》，其中的自主型改善型商品住房即为共有产权住房模式。

2014 年 9 月 30 日，中国人民银行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》；该通知放松了二套房认定标准，将有效提高购房群体数量，通知中明确提出“对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍，具体由银行业金融机构根

据风险情况自主确定。对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市，对拥有 2 套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭，又申请贷款购买住房，银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划，向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。”同时，为增强金融机构对个人住房贷款的投放能力，提出“鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券(MBS)、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金，专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。”此次住房金融政策出台在百城房价连续 5 个月环比负增长和今年以来房地产投资增速持续回落的背景下，体现了政府定向稳增长控风险的决心，有利于推动购房刚需和改善性需求入市，促使房地产市场交投活跃，缓解市场对于房地产硬着陆的风险担忧，改善市场对于经济增长的悲观预期。但银行落实情况、地产库存去化情况及房贷新政与货币政策配比情况仍将对房贷新政的拉动效应产生影响，房贷新政策效果有待观察。

（3）商贸物流板块

现代物流将运输、包装、仓储、装卸、加工、整理、配送与信息等方面有机地结合起来，形成完整的供应链，为用户提供多功能、一体化的综合性服务，物流的现代化水平是反映一个国家综合国力的重要标志之一。

根据国家发改委、国家统计局和中国物流与采购联合会联合发布的 2008-2012 年《全国物流运行情况通报》，2008-2012 年，全国社会物流总额由 89.9 万亿元增长至 177.3 万亿元，年均复合增长率为 14.6%，其中工业物流总额为 79.9 万亿元增长至 162.0 万亿元，年均复合增长率为 15.2%，占社会物流总额的

比重由 88.9% 增加至 91.4%，是带动社会物流总额增长的主要因素。2012 年，全国社会物流总费用为 9.4 万亿元，同比增长 11.4%，社会物流总费用在 GDP 中的占比为 18.0%。

2012 年，中国物流业固定资产投资完成 4 万亿元，同比增长 23.9%，增幅同比提高 16.1 个百分点。截至 2012 年末，我国铁路营业里程达 9.9 万公里，公路通车里程达 418 万公里，其中高速公路达 9.6 万公里，分别同比增长 5.9%、1.8% 和 13.1%。随着铁路运力的释放，海铁、公铁、空铁等多式联运已具备发展条件。为加快物流基础设施的建设，加强物流行业的资源整合，降低物流成本，国务院下发了《关于深化流通体制改革加快流通产业发展的意见》（国发[2012]39 号），提出“加快推进流通产业发展方式转变，着力解决制约流通产业发展的关键问题，有效降低流通成本，全面提升流通现代化水平”，并通过采取制定完善流通网络规划、加大流通产业用地支持力度、完善财政金融支持政策、减轻流通产业税收负担等措施大力支持物流业发展，为物流业发展提供良好的发展空间。

2. 区域经济概况

区位优势

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

时获得“双十佳”的城市。

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

2009 年 8 月，国务院正式批准实施《横琴总体发展规划》，功能定位确定为：“一国两制”下探索粤港澳合作新模式的示范区、深化改革开放和科技创新的先行区、促进珠江口西岸地区产业升级的新平台。横琴岛的建设是未来港澳地区发展的重点，而位于横琴岛中心的十字门中央商务区是重点中的中心，十字门中央商务区将是珠港澳区域经济联动、协调发展的核心展示区，也是珠港澳面向世界的一张名片。公司作为十字门中央商务区的城市运营商，其基础设施建设的战略意义尤为重要。

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

珠海市区域经济及财政实力

根据珠海统计信息网公布的《2013 年珠海市经济运行简况》，2013 年，珠海市全市实现地区生产总值 1662.38 亿元，同比增长 10.5%，增速较上年快了 3.5 个百分点，整体经济升温；三次产业的比重由上年的 2.6:51.6:45.8 调整为 2.6:51.1:46.3，第二产业比重下调 0.5 个百分点，三产提升 0.5 个百分点，主要是金融、房地产、交通运输仓储业等行业快速发展，其增加值占服务业比重提升至 33.5%，拉动全市 GDP 增长 2.1 个百分点。

工业生产增幅攀升,2013 年全年完成规模以上工业增加值 744.99 亿元,累计增幅从 2 月份的 5.3%攀升至 11.2%,为全年最高值,比前三季度提升 1 个百分点,其中,电子信息业增速升幅较大,从 1-9 月的 9.8%升至 14.8%,提升了 5 个百分点;石油化工和生物医药同比分别增长 11.2%、11.0%,增速较快;电力能源业由前三季度的下降 2.5%转为增长 0.8%。

对外贸易增速明显回升,2013 年珠海市外贸进出口呈“先抑后扬”走势,全年完成外贸进出口总额 541.69 亿美元,同比增长 18.6%,扭转上年持续负增长的局面。其中,出口、进口 266.06 亿美元和 275.63 亿美元,同比分别增长 23.0%、14.6%。从结构看,一般贸易进出口增势良好,同比增速达 33.2%,比加工贸易进出口增速快 33.1 个百分点,其占全市进出口的比重为 47%,规模首次超越加工贸易。

2013 年,珠海市固定资产投资保持较高速度增长,全年完成固定资产投资额 960.89 亿元,同比增长 23.0%,增速连续三年居珠三角地区首位。主要得益于港区重大能源项目的相继动工,工业投资增长强劲,全年完成 254.26 亿元,同比增长 36.2%,拉动全市投资增长 8.6 个百分点;第三产业投资在基础设施投资增势良好的带动下,完成投资额 706.14 亿元,同比增长 17.8%,其中,在西区房地产投资增势强劲的带动下,房地产开发投资增速回升,全年完成投资额 272.58 亿元,同比增长 12.6%。

“十二五”期间,珠海市将大力建设交通枢纽,加快构建网络完善、安全高效、便捷通畅的现代综合交通运输体系;积极发展绿色公共交通,加快推进快速公交系统和城市轨道交通的规划建设,构建以公交枢纽为节点、以大运量公交为骨架、以常规公交为主体、以出租汽车等为补充的一流公交体系;加大信息基础设施建设力度,营造城市发展智慧化环境,建设“智慧城市”;进一步完善城市基础设施,形成更为完备的供电、供水、供气、通信、商业、旅游等基础设施网络,缩小生活服务半径。

深入实施区域协同战略,提高对外开放和交流合作水平,促进区域协调发展,共建优质生活圈。到 2016 年,城镇化水平将超过 90%。按照这一发展规划,珠海市未来的基础设施建设前景良好,并且在良好的政策环境、城市环境、经济环境的带动下,珠海市一级土地开发的市场发展空间较大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 年底,公司股东为华发集团,实际控制人为珠海市国资委。

2. 母公司情况

公司为华发集团的全资子公司,华发集团是珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一,2006 年与珠海格力集团公司首批被认定为珠海 2 家总部企业。

目前珠海市共有 6 大公共事业运营主体,即:华发集团(具体业务由公司负责)、珠海城市建设集团有限公司、珠海水务集团有限公司、珠海交通集团有限公司、珠海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营,与公司城市运营业务交叉较少。

华发集团、珠海城市建设集团有限公司和珠海大横琴投资有限公司三者的业务均包含市政基础设施建设和投资,但与后两者相比,华发集团的竞争优势仍较为显著:①城市运营经验方面,华发集团成立于 1986 年,珠海城市建设集团有限公司和珠海大横琴投资有限公司分别于 2009 年和 2010 年成立,城市运营时间相对较短,华发集团作为珠海最具实力的总部经济企业之一,其良好的资本结构、经营状况、充裕的资金、丰富的土地资源和市场开发经验,赋予了华发集团作为城市运营商更强

的实力；②职能定位方面，珠海城市建设集团有限公司主要负责市内市政基础设施建设；珠海大横琴投资有限公司主要负责横琴新区除十字门中央商务区之外的其他市政基础设施建设；华发集团主要是承接珠海市重点基础设施建设工程项目，其中十字门中央商务区项目是横琴新区开发的核心项目。

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

3. 人员素质

(1) 高管人员情况

李光宁先生，1971年出生，经济师，硕士研究生。1993年中山大学管理学院企业管理本科专业毕业，同年加入华发集团公司。1997年中山大学岭南学院研究生毕业。中共珠海市第七届委员会候补委员。现任公司及华发集团董事长。

赵锐先生，1967年出生，高级会计师，曾于山西财经学院会计系任教，EMBA硕士学位。珠海华发集团有限公司副总经理、珠海华发高新建设控股有限公司董事长，珠海华发综合发展有限公司董事、总经理兼法人代表。

钟铭女士，1971年生，注册会计师、注册资产评估师、国际注册内部审计师，暨南大学会计学本科毕业。现任珠海华发综合发展有限公司董事、副总经理，珠海华发集团有限公司总经理助理，珠海华发现代服务投资控股有限公司执行董事兼总经理。

伍超先生，1968年出生，中山大学硕士研究生，经济师。现任珠海华发综合发展有限公司董事、副总经理，珠海华发集团有限公司总经理助理，珠海华发商贸控股有限公司董事长。

席晓乐先生，男，1965年6月出生，汉族，大学本科，工程师。1986年毕业于华中科技大学建筑结构工程学本科专业，现任珠海华发综

合发展有限公司董事、副总经理，珠海华发集团有限公司企业发展总监。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。

胡虹女士，1972年5月出生，注册会计师，毕业于合肥经济技术学院会计学专业，现任珠海华发综合发展有限公司财务总监、珠海华发集团有限公司财务部经理。

(2) 公司员工情况

截至2014年3月底，公司本部拥有员工17人。从员工文化素质情况来看，大专及以下学历占5.88%，本科及以上学历占94.12%；从员工年龄构成来看，30岁以下的占比35.29%，30~50岁的占比64.71%。

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

4. 外部环境

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

公司承接的十字门中央商务区是珠海建设核心城市的战略性举措和开发横琴的启动项目，占地面积约5.77平方公里，总建筑面积将达1100万平方米。其中：湾仔填海区位于南湾海滨，占地约2.28平方公里；南部片区位于横琴新区，占地约3.49平方公里。十字门中央商务区的建设将有效撬动横琴新区开发，开创珠海城市发展的全新格局，成为珠海建设珠江口西岸核心城市的有力抓手和加速粤港澳

一体化进程的强劲引擎。

此外，随着港珠澳大桥的投建、横琴新区的设立及广珠城轨等多个重大项目的开展，珠海市综合经济实力将不断增强。

5. 股东支持

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

表 2 近年公司获得支持情况（单位：亿元）

年度	标的	资产价值	来源或依据
2011 年	货币资金支持	70.60	母公司华发集团货币资金支持
	华发集团重组股权划转	7.25	《关于无偿划转珠海华发保障房建设控股有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2013】435 号）
合计		77.85	
2012 年	地下城轨项目资产	1.27	母公司华发集团划拨资产
	货币资金支持	3.27	母公司华发集团货币资金支持
	华发集团重组股权划转	6.18	《关于无偿划转珠海华发保障房建设控股有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2013】435 号）
合计		10.72	
2013 年	地下城轨项目资产	4.50	母公司华发集团划拨资产
	华发集团重组股权划转	3.43	《关于无偿划转珠海华发保障房建设控股有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2013】435 号）
	货币资金支持	48.16	母公司华发集团货币资金支持
	货币资金支持	1.49	母公司华发集团货币资金支持
合计		57.58	

资料来源：公司提供。

资金支持

2010 年，华发集团以货币资金方式对发行人下属公司注资 70.60 亿元，体现在资本公积科目，2012 年和 2013 年，公司持续获得母公司华发集团对公司及下属子公司的资金支持，如上表所示，分别为 3.27 亿元和 49.65 亿元，均计入“资本公积”。

股权划转

根据《关于无偿划转珠海华发保障房建设控股有限公司等企业股权的处理意见》（珠国资【2013】435 号），公司被确立为华发集团旗下负责城市综合服务的主体，集团内从事相关业务的子公司被划入公司合并范围内，2011~2013 年，公司分别获得股权划拨 7.25 亿元，6.18 亿元和 3.43 亿元，体现在公司资本公积科目。

资产划拨

2012 年和 2013 年，华发集团将地下城轨

项目的资产（换乘中心）划转给公司，2012 年和 2013 年分别为 1.27 亿元和 4.50 亿元，体现在公司在建工程和资本公积科目。

土地一级开发收益分成

根据《珠海十字门中央商务区土地一级开发协议》和《珠海十字门中央商务区土地一级开发操作办法》，公司享有珠海市十字门中央商务区一级土地开发的分成收益，具体标准为土地出让后，珠海市财政局按土地功能不同，从土地出让金中扣除相关税费后再将剩余资金按确定的相应比例拨付子公司十字门公司作为收益；其中，商业和住宅用地按 35%，办公、会展、酒店和其他用地按 55%。2012 和 2013 年，公司分别获得十字门中央商务区一级土地开发分成收益 10.24 亿元和 12.19 亿元，体现在“主营业务收入”和“销售商品、提供劳务收到的现金”科目中。

注册资本支持

2014年4月4日,根据《关于华发集团对珠海华发综合发展有限公司增加投资的意见》(珠国资【2014】105号),珠海市国资委批准华发集团和铎创股权投资以货币资金出资和资本公积转增的方式对公司增资99700万元;其中,华发集团以货币资金增资9790万元,以资本公积增资60000万元,铎创股权投资以货币资金增资29910万元。预计增资工作完成后,公司实收资本将达10.00亿元,其中华发集团持股70%,铎创股权投资持股30%。增资完成后,公司的资本实力将进一步增强。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司股东会由全体股东组成,股东会是公司的最高权力机构。公司设董事会,成员6人,由股东会选取,公司法定代表人由总经理担任。公司设监事会,成员3人,由控股股东华发集团委派。公司设总经理1人,由股东会选举产生,任期三年,任期届满,可以连任。

2. 管理水平

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

财务管理制度

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

财务报告、管理会计、外部审计、资产评估、财务信息化、财务监督等方面进行了具体规定。

预算管理制度

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

投融资管理制度

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

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

担保管理制度

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

关联交易管理制度

公司关联交易按国家有关法律、法规和公司章程等的规定执行;关联交易的决策管理按

照集团公司《关联交易决策制度》执行；公司的关联交易决策管理按照华发集团规定的审批权限履行审批程序；公司关联交易决策管理的日常工作由公司相关业务部门跟进并组织实施。

采购和招投标管理制度

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

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

七、经营分析

1. 经营现状

在母公司华发集团的业务布局中，公司作为珠海市主要的城市运营商，承担珠海市的综合服务业务。公司下设三大业务板块，分别为子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司（以下简称“现代服务公司”）从事的物业服务等现代服务板块，子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发投资控股”）从事的十字门中央商务区开发和保障房建设等城市运营板块，以及子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）从事的汽车销售和大宗商品批发等商贸物流板块；母公司华发集团和公司具体的业务布局

见附件 1-3 所示。

受益于土地一级开发和大宗商品批发业务收入快速增长，近三年公司主营业务收入规模逐年扩大，分别为 8.03 亿元，20.04 亿元和 39.23 亿元。业务构成方面，截至 2013 年底，公司主营业务包括物业服务、汽车销售、土地一级开发、工程施工、大宗商品批发、混凝土销售和其他；其中 2012 年新增土地一级开发业务，2013 年新增工程施工混凝土销售业务。收入占比方面，土地一级开发业务和大宗商品批发业务收入占比较大，2013 年分别占 31.09%和 54.60%；物业服务 and 汽车销售业务收入占比随着公司主营业务收入规模的快速增长而有所下降，2013 年分别占 5.19%和 7.26%。毛利率方面，公司物业服务业务毛利率近三年持续小幅下降，2013 年为 21.48%；汽车销售业务毛利率近三年小幅增长，2013 年为 8.73%；土地一级开发业务毛利率近两年变动较大，分别为 15.36%和 51.25%，主要为相关地块升值所致；大宗商品批发业务毛利率近三年持续下降，2013 年为 2.09%；2013 年新增的混凝土销售业务毛利率为-4.08%，主要为混凝土生产处于投产初期，未达到规模所致。近三年，公司主营业务毛利率逐年增长，受土地一级开发业务毛利率较高影响，2013 年为 19.87%。

2014 年一季度，公司实现主营业务收入 6.40 亿元，为 2013 年的 16.31%，物业服务、汽车销售和大宗商品批发等经营性业务保持相对稳定，土地一级开发和工程施工业务在一季度无确认收入；毛利率方面，物业服务和大宗商品批发业务毛利率略有增长，汽车销售业务小幅下降，混凝土销售业务处于亏损状态。

表 3 2011~2014 年一季度公司主营业务经营情况（单位：万元、%）

业务类别	主营业务收入				主营业务毛利率			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
物业服务	13803.23	16910.14	20369.04	5839.69	23.06	22.12	21.48	23.41
汽车销售	33075.68	29135.55	28481.92	7638.29	7.68	8.04	8.73	6.71

土地一级开发	--	102396.88	121944.13	0.00		15.36	51.25	
工程施工	--	0.00	4637.48	0.00			91.14	
大宗商品批发	33409.73	50341.35	214179.05	50051.59	3.74	3.09	2.09	2.44
混凝土销售	--	0.00	761.22	108.17			-4.08	-18.50
其他	53.14	1621.82	1916.99	361.52	33.67	-15.43	-3.86	64.37
合计	80341.78	200405.73	392289.84	63999.26	8.70	11.54	19.87	5.18

资料来源：公司提供；

注：工程施工收入为对母公司提供工程施工确认的收入。

2. 现代服务板块

(1) 物业业务

公司物业服务业务由珠海华发现代服务投资控股有限公司（2014年3月13日更名，原称“珠海十字门商用物业建设有限公司”）的子公司珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业”）负责。

目前华发物业进行物业管理的物业包括公司持有的物业、关联公司珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）开发建设的商业和住宅物业，以及对外承接管理的物业；截至2013年底，华发物业进行物业服务的物业面积达1373.30万平方米，其中市政环卫554.69万平方米，其他住宅及写字楼818.61万平方米。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，2013年实现收入2.04亿元，但毛利率小幅下降，2013年为21.48%。2014年一季度，物业管理业务收入为5839.69万元，毛利率小幅上升至23.41%。

3. 城市运营

公司城市运营业务由子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（2014年2月27日更名，原称“珠海华发投资控股有限公司”）负责，具体业务包括十字门中央商务区项目、保障房项目和合作开发项目。

(1) 十字门中央商务区

公司对十字门中央商务区的开发建设主要由华发投资控股的子公司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2013年底，十字门公司总资产202.83亿元，所有者权益143.61亿元；2013年全年实现营业收入12.40亿元，净利润3.39亿元。

十字门中央商务区建设采用政府主导，企业运作的开发模式，开发资金是珠海市政府提供前期启动资金，后续资金主要通过十字门中央商务区土地一级开发完成后的分成收益来平衡。

根据《珠海十字门中央商务区土地一级开发协议》和《珠海十字门中央商务区土地一级开发操作办法》，十字门公司负责按年度制定实施土地一级开发计划，土地出让后，珠海市财政局按土地功能不同，从土地出让金中扣除相关税费后再将剩余资金按确定的相应比例拨付十字门公司作为收益；其中，商业和住宅用地按35%，办公、会展、酒店和其他用地按55%。根据实际需要，珠海市政府将分阶段对上述收益分成比例进行调整。十字门公司建立专项账户，对收到的收益资金进行专项管理，专款专用。

十字门中央商务区项目总投资约300亿元，开发区域包括湾仔片区和横琴片区，主要建设内容有市政基础设施及重点建设项目。

市政基础设施包括横琴片区及湾仔片区两部分，截至2013年底，横琴片区ABCD区市政道路已建成并通车，E、F区道路正在进行基础工程，堤岸、人工内河及桥梁工程已完成前期准备工作并正式动工，预计在2015年

剩余 E、F 区市政道路及堤岸、桥梁、绿化等工程将陆续完工；湾仔片区市政基础设施将在 2014 年陆续完成施工图设计并正式开工建设。

重点建设项目包括会展商务组团一期、横琴国际金融中心大厦及横琴金融产业服务基地，其中会展商务组团一期项目的展览中心、会议中心、公寓式酒店、城市绸带和喜来登酒店已主体封顶，各单体机电系统安装进度已完成过半，室内精装修工程已陆续展开，预计

2014 年 10 月，除标志性塔楼外的全部单体将建成并正式投入运营；横琴国际金融中心大厦项目已在 2013 年 8 月正式动工；横琴金融产业服务基地主体工程已建设完成，室内装修工程将陆续完工。

目前公司在十字门中央商务区范围内的在建工程和未来拟建工程项目情况如下表所示。

表 4 公司在建及拟建城市运营项目情况（单位：万元）

在建项目								
项目名称	总投资	2013 年底已投资	2014 年 3 月底累计投资	计划投资额				
				2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
会展商务组团一期	793000	344963	364411	282650	71808	56457	37122	
十字门一级土地开发	760000	144264	165578	230000	199478	156659	29599	
金融产业服务基地	33000	25849	26058	7151				
国际金融中心大厦	380000	50006	54009	48154	69180	67080	118432	27148
华发沁园保障房	60100	21131	22000	19600	19369			
华发人才公馆项目	102339	43338	48949	38244	20757			
合计	2128439	629551	681005	625799	380592	280196	185153	27148
拟建项目								
项目名称	计划开工日期	总投资	计划投资					
			截至 2013 年底投资总额	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
华金（金湾区航空新城）	2014.8	466701	996	96142	139115	115722	77148	37578
合计		466701	996	96142	139115	115722	77148	37578

资料来源：公司提供。

十字门中央商务区项目的平衡资金来源主要包括重点建设项目的经营收益、十字门中央商务区内土地出让分成收入及十字门公司名下土地（2009-03、2012-22、2013-01 地块）的转让收入，其中土地出让分成收入及土地转让收入为项目主要的平衡资金来源。根据预测，十字门中央商务区现有的土地将在 2023 年前全部出让或转让完毕，预计未来能够实现收入 587 亿，其中土地出让分成收入约 135 亿，土地转让收入约 372 亿，重点项目经营收益约 80 亿。总体看，在土地转让和土地出让收益分成顺利实现的前提下，十字门中央商务区项目总收入能够覆盖项目总投资。

由于转让用地目前仅用来融资，短期内转

让有所限制，因此以下仅对出让用地的分成收入和投资资金的匹配情况予以分析，2010~2015 年，十字门公司出让分成收入约 89 亿元，而该阶段为公司集中投资期，投资资金需求约 149 亿元，土地出让分成收入不能平衡投资成本，公司外部融资需求较大。由于土地出让面积和出让价格受宏观经济和政策调控的影响较大，公司土地出让和出让分成返还的实际金额与预测金额的匹配性可能出现一定的差异，资金来源的稳定性有一定的风险。考虑到公司项目下游企业垫资比例较高，且对公司回款要求不高，公司短期支付压力相对较低。

表 5 横琴片区一级土地开发收益返还预测（单位：平方米，万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
出让面积	1552048.70	1105727.48	529743.52	550448.50	130005.00
返还金额	391877.21	356506.43	193001.74	137723.95	48080.79

资料来源：公司提供。

（2）保障房建设

公司保障房建设业务由华发投资控股子公司珠海华发保障房建设控股有限公司（以下简称“华发保障房”）负责。目前华发保障房在建的保障房项目有 5 个，分别为华发人才公馆项目、华发沁园项目、金山花园三期项目、安怡花园项目和连湾新村三期项目，其中金山花园三期、安怡花园和连湾新村三期项目为后期政府划拨项目，公司对三个项目公司持股比例为 100%，考虑到项目开展时间及盈利效益等因素未将 3 个项目公司并入合并报表。

公司保障房项目的业务模式分为自建和代建两种。自建模式下，公司购买土地并投资建设，待项目竣工后由公司持有并运营管理。代建模式下，项目由政府投资，公司先行垫资建设，待项目竣工后由政府回购。

目前公司在建的 5 个保障房项目中，华发人才公馆项目和华发沁园项目为公司自建项目。华发人才公馆项目计划建设保障性住房共计 2311 套，投资额约为 10.23 亿元；2012 年 10 月 23 日正式开工建设，截至 2014 年 2 月底，主体工程已完成工程总量的 40%，项目计划于 2015 年初春节前完成竣工验收。华发沁园项目计划建设保障性住房约 1558 套，投资额约为 62710 万元；2013 年 10 月开工建设，目前桩基础工程已完成工程总量的 35%，计划于 2014 年 4 月主体结构开工，5 月 20 日桩基础施工完成；2014 年年底 1 住宅楼结构完成 80%，商住楼结构封顶，4#商业完成。

金山花园三期项目、安怡花园项目和连湾新村三期项目为政府投资代建垫付项目。截至目前，3 个代建项目均基本完成合同内建设内容，其中连湾新村三期项目已开始办理移交；金山花园和安怡花园项目新增配套工程正在

进行中，计划在 2014 年中旬工程竣工备案。

针对金山花园三期项目和安怡花园项目，公司与珠海市金湾区人民政府签订了《关于金湾区危房改造建设工程安怡花园项目和金山花园第三期项目的代建协议》，双方约定由华发保障房出资对两项目进行建设，在任一项目竣工验收移交后 6 个月内，金湾区人民政府将支付该建设项目总投资；两项目的投资利润均约定为（项目决算总投资-投资利息-税金-管理费-青苗及拆迁补偿）×3%，管理费率为 2%。项目的销售房款将优先支付华发保障房的项目总投资、利润和管理费，如金额不足支付，差额部分自项目竣工移交后一年内由金湾区财政兜底支付。项目配建商业配套的销售收入将优先支付华发保障房的建设项目总投资，剩余部分双方按各 50%分配。

针对连湾新村三期项目，华发保障房与平沙镇人民政府签署了《关于平沙镇危房改造建设工程连湾新村三期项目的代建协议》，双方约定由华发保障房出资对项目进行建设，在项目竣工验收移交后 6 个月内，平沙镇政府支付项目建设成本（包含资本化利息）、利润（（项目总投资-税金-管理费）×3%）和管理费（项目总投资×2%）。项目的销售房款将汇入双方建立的共管账户，优先支付华发保障房的投资成本、利润和管理费，如金额不足支付，平沙镇财政将兜底支付。项目配建的商业配套部分由华发保障房代售，销售额的 3%将支付给华发保障房作为管理费，销售净利润优先支付华发保障房的投资成本、利润和管理费，剩余部分双方按各 50%分配。

公司华发人才公馆项目、华发沁园项目、金山花园三期项目、安怡花园项目和连湾新村三期项目 5 个保障房项目均计划于 2014 年竣

工，2014 年预计将分别投资 19392 万元、8820 万元、2967 万元、806 万元和 640 万元。

（3）其他项目

除十字门中央商务区项目外，华发集团还与珠海市金湾区、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。

金湾航空新城核心区项目

2013 年 7 月，公司股东华发集团与珠海市金湾区人民政府签订了《珠海市金湾区航空新城开发战略合作框架协议》，约定由华发集团作为金湾航空新城开发战略合作伙伴，启动航空新城核心区建设，完善全区配套设施，推动全区产业转型升级。金湾航空新城的开发范围为东起机场东路，西至机场北路，北到珠海大道，南到中心河的规划主干道（珠海西部中心城区首期开发区域【B 片区】除外）。开发项目包括区域内土地一级开发、市政基础设施建设和部分服务配套项目（如文化、教育、医疗等公共配套设施）的开发及运营，以及金湾区航空产业园航空保税区的整体开发及运营和金湾区联港工业区升级改造；其中，金湾航空新城核心区（以下简称“核心区”）将作为首期启动项目，该核心区用地面积约 3.8 平方公里，开发项目主要为区域内土地一级开发和

市政基础设施建设等。根据上述协议，核心区的开发资金由华发集团负责筹集，相关投资支出由核心区开发范围内可出让经营性用地的土地出让收入优先偿还，投资收益由管理费（投资支出的 2%）和可出让经营性用地的土地增值收益分成（30%）来实现。根据《珠海市金湾区航空新城核心区土地一级开发合作协议》，金湾区财政局将于收到土地出让收入后一个月内拨付全部土地一级开发成本（土地整理费用、市政配套设施建设费用和管理费用等的总称）和 80% 的投资收益，待出让用地达到交地条件后一个月内再拨付余额。

2013 年 9 月，公司股东铎创股权投资与子公司华发投资控股共同出资设立了珠海华金开发建设有限公司（以下简称“华金开发”，注册资本 1000.00 万元），其中铎创股权投资持股 40%，华发投资控股持股 60%，故华金开发为公司控股子公司。华金开发具体负责对珠海市金湾区航空新城核心区的土地一级开发和市政基础设施建设，并已获得珠海市人民政府赋予的金湾航空新城核心区土地一级开发职能（珠府函【2013】312 号）。

截至 2014 年 3 月底，华金开发已经开展的项目如下表所示。

表 6 截至 2014 年 3 月底华金开发项目进展情况（单位：万元）

项目名称	预计建设期	计划开工日期	总投资	截至 2014 年 3 月底投资总额	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
华金（金湾区航空新城）	8 年	2014.8	466701	3004	96142	139115	115722	77148	37578
合计			466701	3004	96142	139115	115722	77148	37578

资料清单：公司提供。

4. 商贸物流

公司商贸物流业务板块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，具体业务包括大宗商品批发业务、汽车销售和仓储业务（目前处于筹备中）。

（1）大宗商品批发

公司大宗商品批发业务主要由华发商贸

本部负责，2011 年起，华发商贸陆续设立了华港建设、华发绿化、砂石土公司和混凝土公司等子公司。公司贸易品种主要为钢材、管桩、水泥和焦炭。2011~2013 年，公司大宗商品批发业务收入分别为 33409.73 万元、50341.35 万元和 214179.05 万元，业务毛利率分别为 3.74%、3.09%和 2.09%。

表 7 近三年公司主要大宗商品贸易情况

商品名称	销售金额（万元）			销售单价（元/吨，元/米）			销售数量（吨，米）		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
钢材	20957.62	24372.06	37138.04	4141.82	3506.77	3289.46	5.06	6.95	11.29
管桩	11568.89	2923.12	4673.62	122.22	123.91	126.48	94.65	23.59	36.95
水泥	883.21	302.35	236.59	256.74	260.64	251.69	3.44	1.16	0.94
焦炭	-	21494.33	110626.99		1239.58	1311.05	-	17.34	84.38

资料来源：公司提供。

注：大宗商品焦炭价格受焦炭品质影响，2013 年焦炭品质较高

公司各类物资贸易的钢铁贸易的上下游及结算方式如下表所示。公司大宗商品贸易相对于贸易行业公司风险较低，主要是公司大宗

商品主要销售给系统内负责工程建设的建筑商，公司收入及利润可以提前锁定，风险相对较小。

表 8 公司物资贸易业务上下游及结算方式情况

项目	主要上游供货方	采购结算方式	主要下游采购方	销售结算方式
钢材	珠海粤裕丰钢铁有限公司、广东韶钢松山、阳春新钢铁	货到付现款	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

资料来源：公司提供。

（2）汽车销售

公司汽车销售业务由华发商贸下属子公司珠海华发汽车销售有限公司（以下简称“华发汽车”）负责。华发汽车合计拥有 3 家店面，其中本部店面销售进口汽车，2 家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。2013 年，公司汽车销售板块经营情况如下表所示。

表 9 公司汽车业务经营情况（单位：个、辆、万元）

经营品牌	门店数量	2013 年销量	2013 年收入
华发汽车	1	319	12178.10
华发上众	1	843	13290.40
华发锐达	1	336	3754.01
合计	3	1498	29222.51

注：公司提供；

注：2013 年收入合计含维修、配件及其他收入等。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年财务数据经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

公司成立于 2012 年 7 月 31 日，2013 年 12 月 11 日，经珠海市国资委批准（珠国资【2013】435 号），公司母公司华发集团进行股权梳理，公司被确立为母公司架构内的城市综合服务板块主体，并获得了相关公司的股权划

拨；同时，公司于 2013 年新设子公司 10 家，通过股权收购并入子公司 1 家（珠海市海润房地产开发有限公司，公司持股 55%）。公司 2011~2013 年财务数据为基于重组后纳入公司合并范围的子公司的模拟值，且近三年公司合并范围变化较大，以下财务分析以 2013 年财务数据为主。

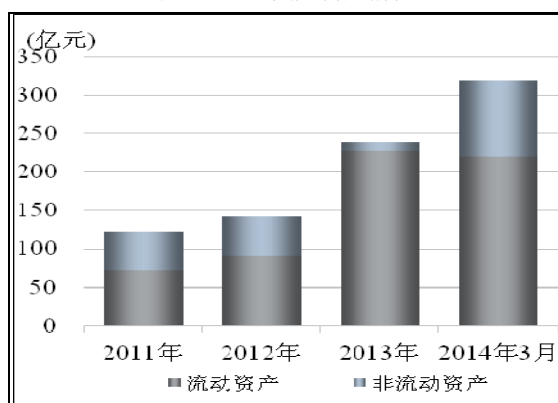
截至 2013 年底，公司合并资产总额为 238.62 亿元，所有者权益为 175.08 亿元（其中少数股东权益 25.15 亿元）；2013 年，公司实现营业收入 39.53 亿元，实现利润总额 4.61 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 248.21 亿元，所有者权益为 177.77 亿元（其中少数股东权益 27.50 亿元）；2014 年一季度，公司实现营业收入 6.49 亿元，实现利润总额 -0.31 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产规模快速增长，年均增长 39.44%。截至 2013 年底，公司资产总额合计 238.62 亿元，其中流动资产占 95.15%，非流动资产占 4.85%，公司资产以流动资产为主。

图 1 公司资产构成情况



资料来源：公司审计报告。

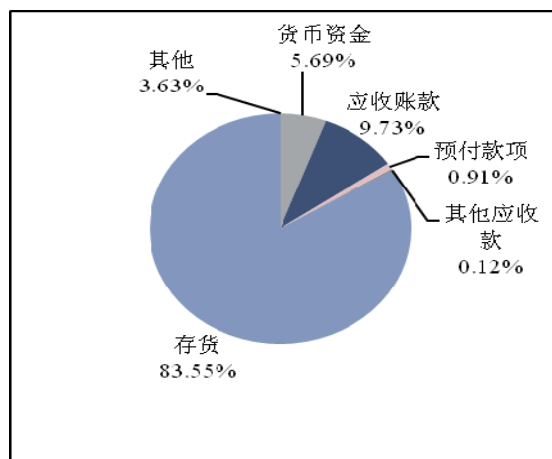
流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年均复合增长 76.59%，高于同期资产增幅。截至 2013 年底，公司流动资产合计 227.05 亿元，主要由货

币资金、应收账款和存货构成。

截至 2013 年底，公司货币资金为 12.91 亿元，由银行存款和其他货币资金构成，其中银行存款占 98.78%。公司货币资金中 16840.00 万元为短期借款及应付票据提供质押担保。

图 2 2013 年公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告。

截至 2013 年底，公司应收账款为 22.09 亿元。截至 2013 年底，公司对应收账款计提坏账准备 312.79 万元，应收账款主要构成如下表所示。

表 10 截至 2013 年底公司应收账款主要构成情况
(单位：亿元)

单位名称	金额	欠款时间	款项性质
珠海市横琴新区管理委员会财金事务局	14.35	2 年以内	土地收益分成
珠海粤裕丰钢铁有限公司	3.18	1 年以内	货款
珠海宝塔石化有限公司	2.79	1 年以内	货款
上海宝冶集团有限公司	0.59	1 年以内	货款
广东省广弘华侨建设投资有限公司	0.61	1 年以内	货款
合计	21.51		

资料来源：公司审计报告。

截至 2013 年底，公司预付款项为 2.07 亿元。公司预付款项主要为预付四川信托有限公司股权收购款（0.79 亿元，对子公司十字门国际会展中心建设有限公司股权融资的回购款）、斗门区黄杨综合开发有限公司拆迁款

(0.30 亿元) 及货款 (0.47 亿元)。

截至 2013 年底, 公司其他应收款为 0.28 亿元; 主要构成如下表所示。

表 11 截至 2013 年底公司其他应收账款主要构成情况
(单位: 万元)

单位名称	金额	款项性质
裕发(澳门)有限公司	350.69	往来款
广东电网公司珠海供电局押金	336.46	押金
珠海华发文教旅游产业发展有限公司	214.21	往来款
珠海城轨地下交通换乘中心建设有限公司	184.13	往来款
珠海拱北口岸改扩建项目管理有限公司	160.00	往来款
合计	1245.48	

资料来源: 公司审计报告。

截至 2013 年底, 公司存货为 189.70 亿元, 构成主要为开发成本 (188.05 亿元), 另有发出商品 (0.99 亿元)、库存商品 (0.63 亿元) 和低值易耗品 (403.64 万元)。公司存货中 102.63 亿元用于抵押, 主要公司为华发集团提供担保所致。截至 2013 年底, 公司存货中开发成本明细见下表所示。

表 12 截至 2013 年底公司开发成本构成明细
(单位: 亿元)

项目	金额
十字门中央商务区	165.91
土地开发	17.79
房产开发	148.12
观澳平台	0.71
人才公馆项目	4.33
沁园项目	2.11
科技创新海岸项目	0.15
黄杨河“一河两岸”综合开发项目	0.01
金湾航空城项目	0.02
城市之心一期工程	0.14
海润项目	14.38
横琴国际金融大厦项目	0.27
合计	188.05

资料来源: 公司审计报告。

非流动资产

截至 2013 年底, 公司非流动资产合计 11.57 亿元, 主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成。

截至 2013 年底, 公司长期股权投资为 3.23 亿元, 具体构成如下表所示, 其中

表 13 截至 2013 年底公司长期股权投资情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	持股比例
珠海华发集团财务有限公司	1.90	19.00
珠海华发实业股份有限公司	1.00	2.9542
珠海美华建设投资有限公司	0.30	100.00
珠海华发金山保障房建设有限公司	0.01	100.00
珠海华发安怡保障房建设有限公司	0.01	100.00
珠海华发连湾保障房建设有限公司	0.01	100.00
合计	3.23	

资料来源: 公司审计报告;

注: 本表后 4 家公司从事市政代建项目, 资金由财政承担, 公司不享有经营收益和承担经营风险, 不纳入公司合并财务报表。

截至 2012 年底, 公司投资性房地产 47.93 亿元, 全部为土地使用权。截至 2013 年底, 公司将其全部转入存货。

截至 2013 年底, 公司固定资产为 2.11 亿元, 主要由房屋及建筑物 (1.68 亿元)、运输设备 (0.24 亿元) 和电子设备及其他 (0.19 亿元) 构成。

截至 2013 年底, 公司在建工程为 5.78 亿元。2013 年, 公司在建工程项目主要为城轨地下交通换乘中心项目 (5.77 亿元)。

截至 2014 年 3 月底, 公司资产总额为 248.21 亿元, 较年初增长 4.02%, 增幅主要来自存货、固定资产和无形资产。公司资产规模变化不大, 结构方面流动资产占 94.11%, 非流动资产占 5.89%, 流动资产规模较年初略有下降。

总体看, 公司资产以流动资产为主, 其中应收账款和存货占比较大, 公司资产质量一

般，流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 175.08 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 149.93 亿元，少数股东权益 25.15 亿元。公司归属于母公司的所有者权益中，实收资本 300.00 万元，资本公积 146.15 亿元，未分配利润 3.75 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 177.77 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 150.27 亿元，少数股东权益 27.50 亿元，所有者权益具体构成较年初变化不大。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额合计 63.54 亿元，其中流动负债占 72.69%，非流动负债占 27.31%；主要由短期借款、应付账款、其他应付款和长期借款构成。

截至 2013 年底，公司流动负债合计 46.19 亿元，主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。

截至 2013 年底，公司短期借款为 7.90 亿元，其中质押借款 1.00 亿元，保证借款 5.90 亿元，抵押借款 1.00 亿元。

截至 2013 年底，公司应付票据 1.78 亿元，为银行承兑汇票。

截至 2013 年底，公司应付账款为 13.62 亿元，构成主要为应付工程款。截至 2013 年底，公司应付账款主要构成如下表所示。

表 14 截至 2013 年底公司应付账款主要构成情况
(单位：亿元)

项目或公司	金额	款项性质
十字门横琴片区	10.14	暂估工程款
十字门湾仔片区	2.10	暂估工程款
珠海横琴安达房产开发公司	0.74	工程款
上海宝冶集团有限公司	0.19	工程款

江门市新会区盛富石业有限公司	0.06	材料款
合计	13.22	

资料来源：公司审计报告。

截至 2013 年底，公司其他应付款 19.50 亿元，主要为与母公司华发集团等公司的往来款，具体主要构成如下表所示。

表 15 截至 2013 年底公司其他应付款主要构成情况
(单位：亿元)

公司	金额	款项性质
珠海华发集团有限公司	16.80	往来款
广州市广晟物业管理有限公司	0.25	投标保证金
珠海华发金山保障房建设有限公司	0.24	往来款
珠海华发安怡保障房建设有限公司	0.20	往来款
珠海华发连湾保障房建设有限公司	0.12	往来款
合计	17.62	

资料来源：公司审计报告。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计 17.35 亿元，主要由长期借款和递延所得税负债构成。截至 2013 年底，公司长期借款为 14.22 亿元，递延所得税负债为 3.11 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司负债规模较年初增长 10.85%，为 70.43 亿元，其中预收账款、其他应付款和长期借款有所增长。

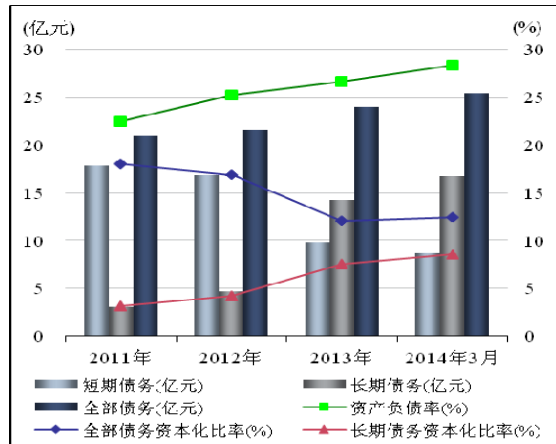
2011~2013 年，公司债务规模保持稳定，截至 2013 年底，公司全部债务合计 23.98 亿元，主要是长期借款，短期债务规模下降明显，债务结构有所调整，公司全部有息债务中长期债务占 59.30%，短期债务占 40.70%。

从负债指标看，2011~2013 年，公司资产负债率和长期债务资本化率呈上升趋势，但仍负担较轻，全部债务资本化率持续下降。截至 2013 年底公司资产负债率、公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 26.63%、12.05%和 7.51%。

截至 2014 年 3 月底，公司全部债务合计 25.36 亿元，其中长期债务 16.70 亿元，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 28.38%、12.49% 和 8.59%。

图 3 2011~2014 年 3 月公司债务情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，2013 年公司债务结构有所调整，短期债务规模大幅度下降，主要以长期债务为主，公司负债总额呈上升趋势，但整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入年均复合增长 121.47%，2013 年为 39.53 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，营业成本为 31.71 亿元，年均增长 107.83%。

期间费用方面，2013 年，公司期间费用为 2.43 亿元，期间费用率为 6.14%，处于较低水平，显示公司期间费用控制能力较好。

2013 年，公司实现营业利润 4.61 亿元；公司营业外收入和支出规模不大，2013 年利润总额为 4.61 亿元。

盈利指标方面，2013 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 17.77%、1.97%和 1.92%，公司盈利能力弱。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.49 亿元，为 2013 年全年的 16.42%，营业利润率为 3.55%，利润总额为-0.31 亿元。

随着公司土地一级开发和大宗商品批发业务的不断开展，以及汽车销售、物业服务和

混凝土销售业务的开展，公司营业收入规模持续增长；公司期间费用率处于较低水平；公司总资产收益率和净资产收益率指标较低，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2013 年，公司经营活动产生的现金流入量为 63.53 亿元，其中购买商品、提供劳务收到的现金为 31.35 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 32.18 亿元（主要为资金往来款 32.07 亿元，另有利息收入 968.33 万元，政府补助 54.20 万元等）。从收入实现质量指标看，2013 年，公司现金收入比为 79.32%，收入实现质量较差。2013 年，公司经营活动现金流出 54.77 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金为 15.87 亿元（其中资金往来款 15.24 亿元，管理费用等 0.63 亿元）。2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 8.76 亿元。

从投资活动来看，2013 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -58.87 亿元。公司投资活动现金流入金额较小，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 49.88 亿元（主要为对十字门中央商务区项目和保障房项目的投资支出），投资支付的现金 3.35 亿元，取得子公司等支付的现金 5.79 亿元。

表 16 2013 年公司投资支付的现金构成情况
(单位：万元)

标的或公司名称	金额
投资珠海华发集团财务有限公司	19000.00
理财投资	1209.57
投资珠海华发华昌建设有限公司	5000.00
投资珠海华发华盛建设有限公司	5000.00
向四川信托收购十字门会展股权	3284.41
合计	33493.98

资料来源：公司提供。

表 17 2013 年公司取得子公司等支付现金构成情况
(单位：亿元)

公司名称	金额
------	----

收购十字门酒店少数股东股权款	5.03
收购海润房产 4%的股权款	1.03
期初现金等价物	-0.27
合计	5.79

资料来源：公司提供。

2013年，公司筹资活动前现金流量净额为-49.78亿元，随着投资规模加大，公司对外筹资需求大。

筹资活动方面，2013年，公司筹资活动现金流入由吸收投资收到的现金56.03亿元和取得借款收到的现金23.67亿元构成；筹资活动现金流出主要构成为偿还债务支付的现金24.94亿元，分配股利、利润或偿付利息支付2.76亿元和支付其他与筹资活动有关的现金（1.85亿元，其中财务顾问费0.16亿元，货币资金使用受限1.68亿元）。2013年，公司筹资活动产生的现金流量净额为50.15亿元。

表 18 2013 年公司吸收投资收到的现金构成情况
(单位：亿元)

公司名称	金额	备注
珠海华发商贸控股	6.00	华发集团投入
十字门公司	48.16	华发集团公司投入
华发保障房	1.49	华发集团投入
三江人力资源	0.03	少数股东投入
华港建设	0.05	铎创股权投资投入
华发高新建设	0.25	少数股东投入
华金开发	0.04	铎创股权投资投入

合计	56.03
----	-------

资料来源：公司提供。

2014年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-2.52亿元，投资活动现金净流出385.06万元，筹资活动现金净流入1.92亿元。

总体看，公司投资活动现金流出规模大，经营活动产生的现金流量净额无法满足公司对外投资支出需求，公司外部融资需求大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011年~2013年，公司流动比率波动增长，速动比率波动下降，2013年分别为491.59%和80.87%。2014年3月底，公司流动比率和速动比率分别为461.55%和76.91%，较上年有所下降。2011~2013年，公司经营现金流动负债比由负转正，分别为-29.44%，-17.46%和18.97%。考虑到公司货币资金和流动负债中短期债务规模，公司短期支付压力不大。

从长期偿债能力指标看，2011年~2013年，公司EBITDA持续增长，2013年为5.53亿元。2013年，公司全部债务/EBITDA为4.34倍。考虑到珠海市政府和母公司华发集团对公司的大力支持，以及公司拥有的土地资源，公司整体偿债压力尚可。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保总额合计 93 亿元，担保比率为 52.31%，主要以自有土地进行担保。公司对外担保比率较高，存在一定的或有风险。

表 19 公司对外担保明细

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拥有的珠海市十字门商务区湾仔片区 26（地块 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 6 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拥有的珠海市十字门商务区横琴片区地块 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借款 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借款 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拥有的珠海市十字门商务区横琴片区地块 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位于十字门中央商务区湾仔片区地块 S1、地块 S6 为珠海华发集团有限公司向华能贵诚信托有限公司 8 亿元（截至 2014.3 余额为 4.98 亿）借款提供抵押。
5	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以位于十字门中央商务区横琴地块 4、地块 18 为珠海华发集团有限公司向华能贵诚信托有限公司 3.5 亿元（余额为 3.48 亿元）借款提供抵押。

6	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司拥有的珠海市十字门商务区湾仔片区 S7 地块为珠海华发集团有限公司向平安银行借款 15 亿元提供抵押。
7	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司拥有的珠海市十字门商务区湾仔片区地块 S3 为珠海华发集团有限公司向五矿国际信托有限公司借款 2.5 亿元提供抵押。湾仔 S3 二押和横琴地块 5 二押为珠海华发集团有限公司向五矿国际信托有限公司二期借款 2.5 亿元提供抵押。
8	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以拥有珠海市十字门商务区湾仔片区 S1、S2;横琴地块 2、地块 10、地块 11、地块 14、地块 15、地块 17 及项目用地为珠海中冶置业有限公司 会展组团 BT 项目借款 42 亿元提供抵押。
9	子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司拥有的珠海市十字门商务区湾仔片区 14 (S2) 项目用地为华发集团下属公司珠海拱北口岸改扩建项目管理有限公司向兴业银行借款 2.5 亿元提供抵押。

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司共获得各商业银行授信额度 54.74 亿元，尚未使用额度 30.99 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至 2014 年 4 月 22 日，公司无已结清和未结清的不良信贷记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

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

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度为 7 亿元，占 2014 年 3 月底公司长期债务的 41.92%，占全部债务的 27.60%，对公司现有债务影响大。

截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 28.38% 和 12.49%，以公司 2014 年 3 月底报表财务数据为基础，同时考虑公司已于 2014 年 10 月发行的 2014 年第一期中期票据（“14 珠海华发 MTN001”）30 亿元和计划发行的 2015 年第一期中期票据 8 亿元，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 39.37% 和 28.36%，公司债务负担有所加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司计划发行本期中期票 7 亿元，同时考虑公司已于 2014 年 10 月发行的 2014 年第一期中期票据 30 亿元和公司计划于 2015 年发行的 2015 年第一期中期票据 8 亿元，三期中期票据合计拟发行金额 45 亿元。

2011~2013 年，公司 EBITDA 值分别为 0.46 亿元、0.51 亿元和 5.53 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 0.07 倍、0.07 倍和 0.79 倍，分别为三期中期票据合计拟发行额度的 0.01 倍、0.01 倍和 0.12 倍，EBITDA 值对本期中期票据的覆盖能力弱，对三期中期票据合计发行额度的覆盖程度弱。

2011~2013 年，公司经营活动的现金流入量分别为 10.27 亿元、15.55 亿元和 63.53 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 1.47 倍、2.22 倍和 9.08 倍；2011~2013 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -6.24 亿元、-4.89 亿元和 8.76 亿元，2011 和 2012 年经营活动现金净流量对本期中票不具保障能力，2013 年为本期中期票据拟发行额度的 1.25 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保护程度尚可。2011~2013 年，公司经营活动现金流入量分别为三期中期票据合计拟发行额度的 0.23 倍、0.35 倍和 1.41 倍；2011 和 2012 年经营活动现金净流量对三期中票不具保障能力，2013 年为三期中期票据合计拟发行额度的 0.19 倍，公司经营活动现金流入对总额 45 亿元中期票据的覆盖程度一般。考虑到公司“14 珠海华发 MTN001”、2015 年第一期和第二期中票发行规模大，发行间隔期短，期限均为 5 年，未来存在一定的集中偿付压力。

3. 公司未来现金流预测

2011~2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年提高，分别为7.60亿元、13.03亿元和31.35亿元。

根据2013年公司收入结构，商贸物流销售收入占比62.76%，城市运营收入占比30.85%，上述两大业务的销售收入占比之和达到93.61%，因此，现金流量测算重点是对商贸物流和城市运营的测算。

公司商贸物流板块发展迅速，最近三年商贸物流板块营业收入分别为6.65亿元、7.95亿元、24.81亿元，增幅分别为19.52%、212.12%。公司的未来规划中把商贸物流作为重点发展业务，即加快商贸物流板块发展速度，并逐步打造金融商贸平台。公司计划2014年商贸物流板块销售额增长至60亿元，2015年、2016年较上一年增长40亿元，2017年以后，每年增长30亿元左右。

支撑商贸物流业绩增长的主要因素包括三个方面：一是加大现有业务的市场份额，争取在焦炭、铁矿石、煤炭等业务上取得突破；二是扩大国内市场的业务品种，逐步增加芳烃等石油化工品贸易、原油贸易、液化石油气及液化天然气贸易等；三是开拓国际市场，增加服装、家电、家具等进出口贸易。

公司城市运营板块根据项目可研报告、项目预期收益及回款情况对城市运营板块现金流入进行了测算。公司的城市运营板块的收入主要来源于横琴新区和金湾区一级土地开发收益分成、IFC大厦及会展组团一期销售等的预期收益，未来五年的总体收入金额合计为249.49亿元，预计未来五年城市运营现金流入金额合计为235.06亿元，由于土地分成收益等收入有1-2年的账期，预计有14.43亿元的销售收款延迟2018年后支付。

表20 公司2014~2018年城市运营现金流预测表

(单位：万元)

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	小计
横琴土地分成预期收入	391877.21	356506.43	193001.74	137723.95	48080.79	1,127,190.12
金湾土地分成预期收入	102903.00	131497.00	145974.00	90575.00	116909.00	587,858.00
IFC大厦预期收入	-	-	-	222434.00	281217.00	503,651.00
会展组团一期预期收入	3278.00	25237.00	87167.00	92366.00	68151.00	276,199.00
收入合计	498058.21	513240.43	426142.74	543098.95	514357.79	2,494,898.12
城市运营现金流入	269557.26	342212.89	451798.51	588303.69	698707.50	2,350,579.85

资料来源：公司提供

公司预测商贸物流板块收入增幅较大，同时公司城市运营及商贸物流板块受土地市场及宏观经济影响大，收入增长存在一定不确定性，公司对未来经营性现金流预测较为乐观。整体来看，公司预测的未来现金流呈持续上升趋势，对总额45亿元中期票据覆盖能力尚可。

十、结论

珠海市经济和财政实力近年不断增强，为公司的发展创造了良好的外部环境。横琴新区是粤港澳紧密合作的新载体和示范区，开发建

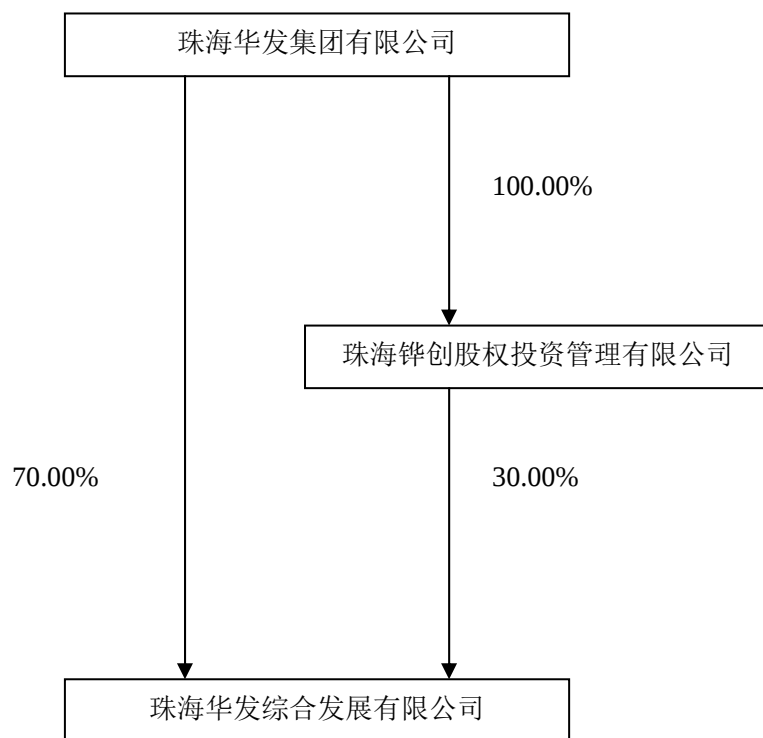
设的政治经济意义突出，公司作为横琴新区核心功能区的城市运营商，战略地位突出，获得的政府支持力度大。

受政府注资影响，公司资产规模快速增长，构成以应收账款和存货为主，公司资产质量和流动性一般。负债方面，公司负债总额和有息债务规模不大，具备一定的财务弹性。公司处于项目开发建设期，营业收入中大宗商品批发收入占比大，拉低了公司的盈利指标，公司整体盈利能力弱。随着十字门中央商务区土地出让和项目的滚动开发，土地一级开发收益分成与项目投资规模有望实现动态平衡，公司对外

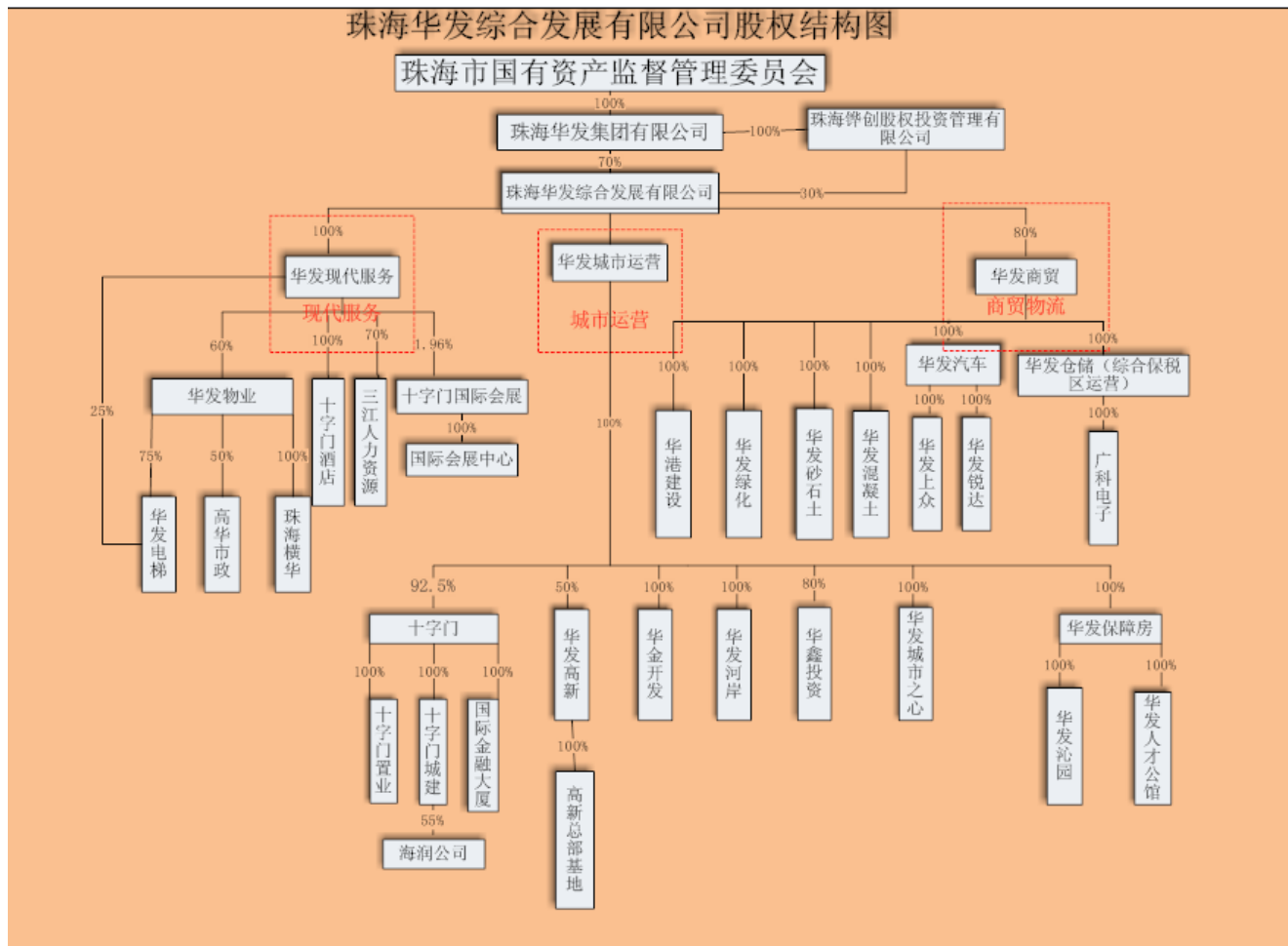
融资压力有望缓解，营业收入规模和盈利能力有望提升。总体看，公司主体信用风险很低。

本期中期票据发行额度对公司现有债务影响大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度尚可，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

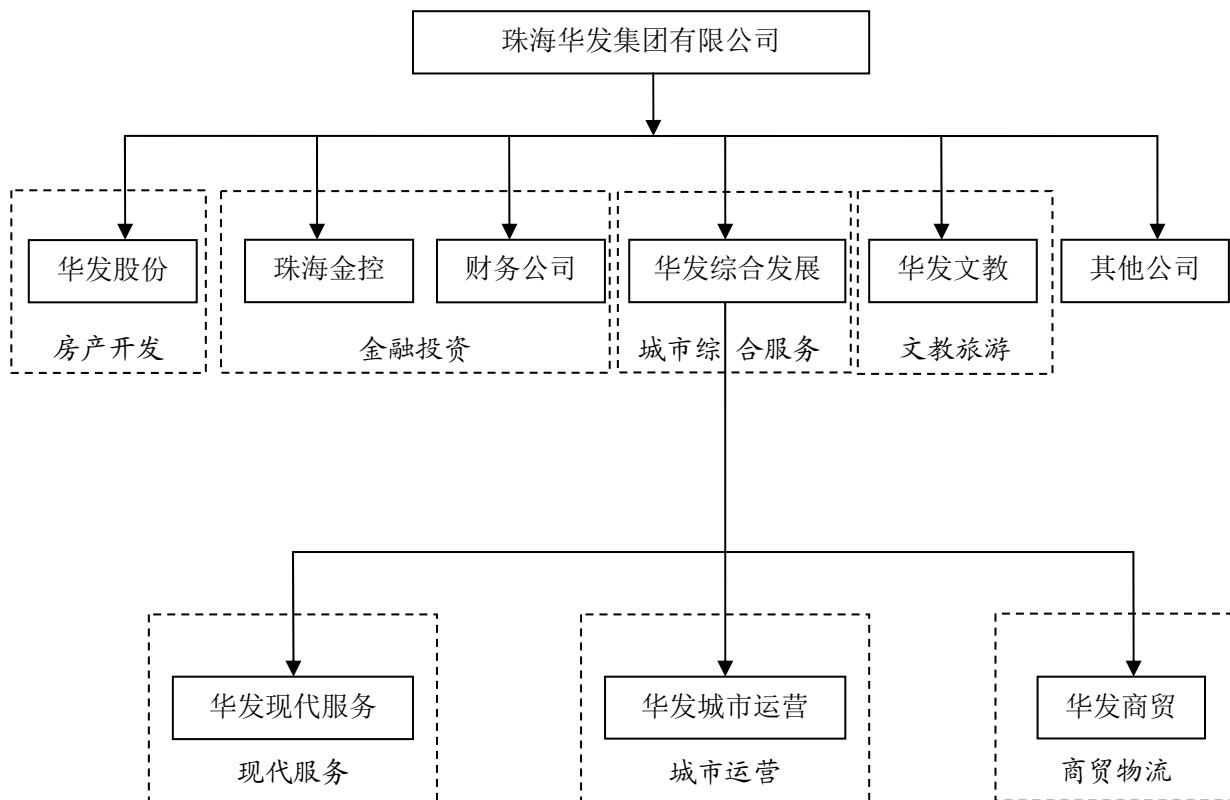
附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 1-3 华发集团业务布局情况



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.45	11.18	12.91	11.31
资产总额(亿元)	122.72	142.62	238.62	248.21
所有者权益(亿元)	95.14	106.59	175.08	177.77
短期债务(亿元)	17.86	16.90	9.76	8.67
长期债务(亿元)	3.10	4.70	14.22	16.70
全部债务(亿元)	20.96	21.60	23.98	25.36
营业收入(亿元)	8.06	20.28	39.53	6.49
利润总额(亿元)	0.31	0.34	4.61	-0.31
EBITDA(亿元)	0.46	0.51	5.53	--
经营性净现金流(亿元)	-6.24	-4.89	8.76	-2.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.60	3.34	2.47	--
存货周转次数(次)	0.13	0.29	0.25	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.15	0.21	--
现金收入比(%)	94.33	64.26	79.32	142.43
营业利润率(%)	7.79	9.80	17.77	3.55
总资本收益率(%)	0.29	0.25	1.97	--
净资产收益率(%)	0.25	0.20	1.92	--
长期债务资本化比率(%)	3.16	4.22	7.51	8.59
全部债务资本化比率(%)	18.05	16.85	12.05	12.49
资产负债率(%)	22.48	25.26	26.63	28.38
流动比率(%)	343.65	325.31	491.59	461.55
速动比率(%)	82.46	87.59	80.87	76.91
经营现金流负债比(%)	-29.44	-17.46	18.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.94	4.88	10.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	45.77	42.12	4.34	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.47	2.22	9.08	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.89	-0.70	1.25	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.07	0.07	0.79	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

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	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 珠海华发综合发展有限公司 2015 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

