

信用等级公告

联合[2015] 1576 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 年度第三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 年度第三期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年九月八日



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 年度第三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: 28 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 支付项目回购款、偿还银行贷款

评级时间: 2015 年 9 月 8 日

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
利润总额(亿元)	0.34	4.61	9.75	1.19
经营性净现金流(亿元)	-4.89	8.76	-13.81	-4.16
EBITDA(亿元)	0.51	5.53	14.20	--
营业利润率(%)	9.80	17.77	19.54	19.56
净资产收益率(%)	0.20	1.92	3.58	--
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(%)	325.31	491.59	335.53	290.58
全部债务/EBITDA(倍)	42.12	4.34	9.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.59	6.46	2.18	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.02	0.20	0.51	--

注: 公司成立于 2012 年, 并于 2013 年 12 月进行重组, 故 2012~2013 年财务数据为基于子公司的模拟值; 公司 2015 年上半年财务数据未经审计。

分析师

刘珺轩 程晨

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

珠海华发综合发展有限公司(以下简称“公司”)作为珠海市城市综合服务开发商, 承担珠海市重大城市基础设施建设等工作, 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”)和珠海市政府的大力支持, 资产规模和营业收入不断增长。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司整体盈利能力偏弱, 且正处于大规模投资建设期, 对外融资需求大, 存在一定的资金压力等不利因素对公司运营及信用水平带来的负面影响。

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商务区项目、金湾区航空新城项目、保税区二期项目的继续推进, 公司的收入和利润有望进一步增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点, 在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征相近。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

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. 公司新参与珠海市保税区、金湾区等行政区和工业园区的基础设施开发建设运营；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；近年公司债务规模快速增长，债务负担呈大幅上升趋势。
3. 公司与母公司华发集团等关联方往来款规模较大，经营活动净现金流波动大，整体盈利能力较弱。
4. 公司对外担保比率较高，存在一定的或有负债风险。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，发行额度较大，公司未来可能面临一定集中偿付压力。

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 年度第三期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至公司依据发行条款约定赎回日到期有效；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。

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）。截至2015年6月底，公司注册资本10亿元，实际控制人为珠海市国资委。

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2014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家一级子公司。

截至2014年底，公司合并资产总额为394.25亿元，所有者权益为190.97亿元（其中少数股东权益29.99亿元）；2014年，公司实现营业收入83.89亿元，实现利润总额9.75亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额为483.51亿元，所有者权益为191.45亿元（其中少数股东权益29.70亿元）；2015年1~6月，公司实现营业收入31.46亿元，实现利润总额1.19亿元。

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、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司计划于2015年注册中期票据70亿元，本期计划发行2015年度第三期中期票据

（以下简称“本期中期票据”）28 亿元。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据约定赎回时到期。公司有权在本期长期限含权中期票据发行第 5 年及之后每年的约定赎回日进行赎回。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，前 5 个计息年度利率保持不变，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率，其中前 5 个计息年度票面利率为初始基准利率¹加上初始利差，初始利差为票面利率与初始基准利率的差值；如公司在第 6 年不行使赎回权，从第 6~10 个计息年度票面利率调整为当期基准利率²加初始利差再加 300 个基点，此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加初始利差再加 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除发生强制付息事件，公司在本期中期票据每个付息日前可以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，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应当按当期票面利率累计计息。如果公司在某个付息日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，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前披露《递延支付利息公告》。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股东分红或者减少注册资本。付息日前 12 个月，公司如果向普通股东分红或者减少注册资本，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。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率，以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AA⁺企业与 AA⁻企业发行 3 年期和 5 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）考虑到利息递延时的罚则，即公司在某个付息日选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，该条款保障了递延利息支付可能性小。

综上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期

¹ 初始基准利率为集中簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%），

² 当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

2. 本期债券资金用途

本期中期票据拟发行额度 28 亿元，其中 19.55 亿元计划用于支付十字门中央商务区会展商务组团（一期）项目回购款，8.45 亿元计划用于偿还银行贷款。

十字门中央商务区会展商务组团（一期）项目

（1）项目概况

十字门中央商务区会展商务组团（一期）项目是公司城市运营板块十字门中央商务区项目的重要组成部分（项目整体情况详见本报告经营分析部分）。该项目位于珠海横琴十字门中央商务区北区，建设内容包括珠海国际会议中心、国际展览中心、国际甲级写字楼、五星级酒店、超五星级酒店、商务公寓及商业等设施，由上海宝冶集团下属珠海中冶置业有限公司采用 BT 方式承建，预计总投资约 87 亿元。

（2）项目进度

截至 2015 年 6 月底，十字门中央商务区会展商务组团（一期）项目已投资 66.24 亿元，目前，会展一期项目部分单体已完成施工，其

中展览中心、会议中心已于 2014 年 10 月正式开业，喜来登酒店、公寓式酒店、绸带商业 AB 区已完成主体工程建设，预计将于 2015 年年底投入运营，330 米高的标志性塔楼（上部为瑞吉酒店、下部为甲级写字楼）核心筒建设至 46 层，幕墙施工至 34 层，预计于 2017 年底建成并投入运营。项目投资主要为前期费用、地价款、财务费用、设计费和工程费用，其中涉及珠海中冶置业有限公司的工程款金额为 76.45 亿元，目前已进入回购期，2015 年公司需支付回购款 20.80 亿元，其中拟使用本期中期票据募集资金 19.55 亿元。

（3）项目收益

该项目收益主要来自于会展收入、酒店收入和写字楼销售收入，十字门中央商务区会展商务组团（一期）单体项目投资回收期较长，2015~2019 年会展商务组团（一期）项目预计产生收入 28.89 亿元，收益预测见表 1。考虑到十字门中央商务区项目的整体收益来源还包括其他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公司土地转让收入，预计至 2023 年，公司可收回十字门商务区项目总投资（项目整体收益情况详见本报告经营分析部分）。

表 1 会展商务组团（一期）项目收益预测表（单位：万元）

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
预计收入	11032	24591	86198	109156	57859
预计成本	26638	38622	77270	94496	62073
预计收益	-15607	-14031	8928	14661	4214

注：1、预计收入由会展收入、酒店收入和写字楼租售收入组成；2、预计成本为经营成本及折旧；3、预计 2015 年、2016 年因部分酒店和写字楼尚未运营导致收入不足、收益为负；4、预计至 2019 年写字楼销售进入尾期，故收入减少。

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现

为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域

结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资

规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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

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。

20世纪90年代末期以来,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,主要着眼于确立企业的投资主体地位,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等。2009年,在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010年以来,为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

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。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。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月初,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《43号文》)。《43号文》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:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定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;其次,地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理,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;再次,明确了偿债主体为地方政府,中央政府实行不救助原则。2014年10月底,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预【2014】351号,以下简称《351号文》),《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务,其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况,正式明确其不能纳入政府性债务;③新增“凡债务率超过预警线的地区,必须做出书面说明”。综上,《43号文》及《351号文》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。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

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。

（2）地产业务板块

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。

2014年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施

保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入2014年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资6.4万亿元，增长9.2%，增幅较2013年回落10.2个百分点；办公楼投资0.6万亿元，增长21.3%，增速较2013年回落16.9个百分点；商业营业用房投资1.4万亿元，增长20.1%，增速较2013年回落8.2个百分点。2014年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中，住宅新开工面积12.5亿平方米，同比下降14.4%。全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%。全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014年，全国商品房销售面积为12.1亿平方米，同比下降7.6%，销售额为7.6万亿元，同比下降6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为10.5亿平方米，同比下降9.1%，销售额为6.2万亿元，同比下降7.8%；办公楼销售面积为2498万平方米，同比下降13.4%，销售额为2944亿元，同比下降21.4%；商业营业用房销售面积为9075万平方米，同比增长7.2%，销售额为8906亿元，同比增长7.6%。房地产供求对比方面，2014年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20个代表城市成交量同比下降

8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年

以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11 月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土

地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。2015 年 3 月 30 日，中国人民银行、住建部、银监会联合下发通知，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付 20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付 30%。同日，财政部和国家税务总局联合发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，规定个人将购买 2 年以上(含 2 年)的普通住房对外销售的，免征营业税。此次信贷政策和税收政策的调整，有助于进一步释放刚性需求，稳定房地产价格和房地产市场。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式

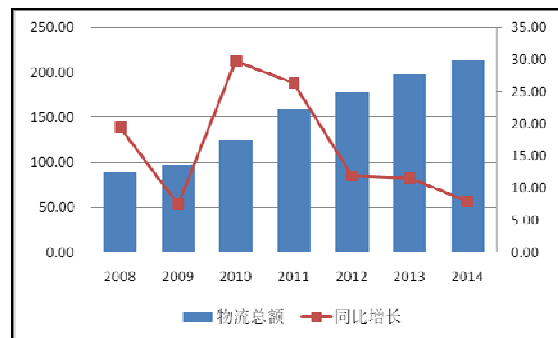
增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

(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。

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2014 年全国社会物流总额 213.50 万亿元，同比增长 7.94%，增幅比上年回落 3.63 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 196.90 万亿元，同比增长 8.48%，增幅比上年回落 1.22 个百分点。进口货物物流总额 12.0 万亿元，同比下降 0.83%，增幅比上年回落 6.41 个百分点。2014 年全国物流业增加值为 3.5 万亿元，同比下降 10.26%。受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

图1 中国物流总额及增长率 (单位: 万亿、%)



资料来源：WIND 资讯

2014年11月18日，国家发改委、交通部、商务部、国家铁路局、中国民航局、国家邮政局及国家标准委11月18日联合印发《关于我国物流业信用体系建设的指导意见》。《意见》提出了加强物流信用服务机构培育和监管、推进信用记录建设和共享、积极推动信用记录应用、开展专业物流领域信用建设试点、加强物流信用体系建设的组织协调等十余项措施。

《意见》对建立健全物流业信用体系，营造公平竞争、诚信经营的市场环境，发挥市场在物流资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，促进物流业加快转型升级；对于降低社会物流成本，提高物流效率，提升经济运行的质量和效益具有重要意义。

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《2014年珠海市经济运行简况》，2014年，1857.32亿元，同比增长10.3%，增速较上年减少0.2个百分点，整体经济平稳；三次产业的比重由上年的2.6:51.1:46.3调整为2.6:50.6:46.8，第二产业比重下调0.5个百分点，三产提升0.5个百分点，主要是批发零售、住宿和餐饮、金融等行业快速发展。

2014年，珠海市工业生产增幅攀升全年完成工业增加值比上年增长10.9%。规模以上工业增加值增长11.2%。其中，电子信息、生物医药、家电电气和电力能源同比分别增长6.5%、16.2%、5.6%和7.2%；石油化工、精密机械制造同比下降了2.3%和4.2%。

对外贸易增速不明显，2014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549.98亿美元，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。从结构看,一般贸易进出口增势良好,同比增速达 15.45%,占全市进出口的比重为 53%,加工贸易同比减少 2.6%。

2014 年,珠海市完成固定资产投资 1135.05 亿元,比上年增长 23.5%,增速连续三年居珠三角地区首位,首次突破千亿大关。分产业看,第二产业投资 276.04 亿元,增长 15.6%,其中工业投资 276.04 亿元,增长 15.6%,工业投资中的制造业投资 125.35 亿元,增长 16.9%;第三产业投资 857.33 亿元,增长 26.2%。其中,在房地产开发投资增速大幅上升,全年完成投资额 388.30 亿元,增长 42.5%。

“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、城市环境和经济环境的带动下,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 2015 年 6 月底,公司控股股东为华发集团,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,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

郭凌勇，1973年生，大学本科，毕业于北京师范大学历史学专业。现任公司董事长，华发集团副总经理、珠海十字门中央商务区建设有限公司董事长。

席晓乐先生，1965年生，大学本科，工程师，毕业于华中科技大学建筑结构工程学士学位，现任公司董事兼总经理。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。

钟铭女士，1971年生，大学本科，注册会计师、注册资产评估师、国际注册内部审计师，毕业于暨南大学会计学专业。现任公司董事、副总经理，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年生，中山大学硕士研究生，经济师。现任公司董事、副总经理，珠海华发商贸控股有限公司总经理。

胡虹女士，1972年生，注册会计师，毕业于合肥经济技术学院会计学专业，现任公司财务总监。

岳玲荣先生，男，1986年生，注册会计师，长春理工大学工商管理本科毕业，现任珠海华发综合发展有限公司董事会秘书。

(2) 公司员工情况

截至2015年6月底，公司在职工员工5476人。从员工文化素质情况来看，大专及以上学历的占81.55%，本科学历的占15.69%，硕士及以上学历的占2.76%；从员工年龄构成来看，30岁以下的员工占34.50%，31~50岁的占55.84%，51岁以上的占9.66%。

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注入、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	
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

资金支持

2010 年，华发集团以货币资金方式对公司下属公司注资 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，2012~2014 年分别为 1.27 亿元、4.50 亿元和 0.58 亿元，体现在公司在建工程、固定资产和资本公积科目。

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%。2012~2014 年及 2015 年 1~6 月，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、12.19 亿元、31.43 亿元和 10.36 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4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，由股东会选举产生。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，承担珠海市的城市场综合服务业务。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的快速增长，近三年公司主营业务收入规模逐年扩大，分别为 20.04 亿元、39.23 亿元和 82.91 亿元。业务构成方面，截至 2014 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、租赁、停车场业务、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，2014 年新增租赁和停车场业务。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，2014 年分别占 37.90%和 53.00%；物业服务和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，2014 年分别占 3.47%和 3.46%；随着前期工程的完工，2014 年工程施工收入主要来源于绿化工程，规模大幅减少。毛利率方面，公司物业服务业务毛利率近三年波动上升，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近三年波动下降，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近三年持续升高，2014 年为 52.67%；大宗商品批发业务毛利率近三年持续下降，2014 年为 1.19%，主要是毛利较高的建材业务比重减小所致；2014 年新增的混凝土销售业务毛利率为 4.37%，较混凝土投产初期的 2013 年有所上升。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，2014 年为 22.00%。

2015 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 30.66 亿元，同比增长 85.83%，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，土地一级开发在上半年主营业务收入中占比有所提高；毛利率方面，物业服务受部分市政物业划出和部分收入需到年末结算影响大幅下降至 8.33%，大宗商品批发业务毛利率有所下降，主要系上半年焦炭和钢材销售收入占比下降、低毛利重质油和铜矿销售收入占比上升所致，汽车销售业务毛利有所回升，混凝土销售业务处于亏损状态。总体看，受物业服务 and 大宗商品批发毛利率下降影响，2015 年上半年公司总体毛利率小幅下降。

表 3 2012~2014 年及 2015 年 1~6 月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			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
物业服务	16910.14	20369.04	28759.05	11625.01	22.12	21.48	25.14	8.33

汽车销售	29135.55	28481.92	28677.27	12013.08	8.04	8.73	6.14	10.78
土地一级开发	102396.88	121944.13	314279.16	103583.45	15.36	51.25	52.67	58.74
工程施工	0.00	4637.48	486.56	618.87		91.14	17.37	-3.69
大宗商品批发	50341.35	214179.05	439463.48	166299.81	3.09	2.09	1.19	0.87
租赁收入			1649.52	671.92			87.99	22.05
停车场收入			1985.31	823.92			14.89	-23.48
混凝土销售	0.00	761.22	11355.69	7863.59		-4.08	4.37	-3.00
其他	1621.82	1916.99	2489.23	3052.72	-15.43	-3.86	13.74	33.06
合计	200405.73	392289.84	829145.27	306552.37	11.54	19.87	22.00	21.29

资料来源：公司提供

2. 现代服务板块

现代服务板块主要由公司下属子公司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”，以下简称“华发现代服务”）负责，主要包括物业管理、会展业务、酒店管理及其它租赁业务等。

（1）物业业务

公司物业服务业务由华发现代服务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2014年底，华发物业进行物业服务的物业面积达1959.05万平方米，其中市政环卫939.58万平方米，其他住宅及写字楼1019.47万平方米。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，毛利率有所上升，为25.14%。2015年1~6月，物业管理业务收入为1.16亿元，占2014年全年的40.42%，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%。

（2）会展业务及其他

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。公司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。

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2014年底，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以增资公司及下属公司的方式提供前期启动资

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。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。2015 年 1~6 月，十字门区域出让土地 28.32 万平方米，实现土地分成收入 6.31 亿元。

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，目前十字门中央商务区内青苗补偿基

本完成，建设用地报批达 93%。其中，横琴片区市政道路基本按时建设完成，堤岸、桥梁工程进入施工冲刺阶段。湾仔片区市政道路首期工程 1-A、1-B 路按计划施工完成并交付使用，剩余道路加快推进。烟墩山平基工程全力赶工。

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，目前，会展商务组团（一期）中展览中心、会议中心已于 2014 年 10 月正式开业，喜来登酒店、公寓式酒店、绸带商业 AB 区已完成主体工程建设，预计将于 2015 年年底投入运营。330 米高的标志性塔楼（上部为瑞吉酒店、下部为甲级写字楼）核心区建设至 46 层，幕墙施工至 34 层，预计于 2017 年底建成并投入运营；横琴金融产业基地建成并投入运营，横琴国际金融中心大厦主体结构施工将于 2015 年下半年进行，水电安装及室内外工程将于 2016 年末逐步展开，项目预计 2018 年建成投产。

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 公司十字门中央商务区在建城市运营项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2015 年 6 月底已投资	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	840000	352867	158500	178500	101500	62300	33691
会展商务组团	870000	662362	73000	86000	48638	--	--
横琴国际金融中心大厦	400000	77019	21700	68754	120320	108996	--
横琴金融街	70000	33400	30000	6600	--	--	--
合计	2180000	1125648	283200	339854	307820	262572	33691

资料来源：公司提供

表 5 十字门片区一级土地开发收益返还预测（单位：万平方米、万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
出让面积	124.67	94.00	12.43	35.94	19.11
返还金额	32.10	19.00	9.80	11.10	7.30

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 619 亿元，其中土地出让分成收入约 167 亿元，土地转让收入约 372 亿元，重点项目经营收益约 80 亿元。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，2010~2016 年，十字门公司出让分成收入约 109 亿元，而该阶段公司投资资金需求约 158 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。考虑到公司会展商务组团项目采用 BT 方式建设，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。

（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 8.6 亿元，保障性住房部分只允许出租；2012 年 10 月 23 日正式开工建设，截至 2015 年 6 月底已投资金额 7.33 亿元，目前项目已进入验收阶段，2015 年下半年启动市场广宣，2020 年开始销售商业物业。华发沁园项目计划建设保障性住房约 1558 套，投资额约为 6.61 亿元；2013 年 10 月开工建设，截至 2015 年 6 月底已投资金额 5.12 亿元，目前主体结构封顶，砌体已完成，外墙装修已完成 60%，正在进行室内装修，计划 2021 年开始销售商业物业。上述两项目有 2 年左右免租期和 2~4 年出租期，出租期结束后开始出售。

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。连湾新村三期项目已于 2014 年 5 月移交平沙镇政府；金山花园和安怡花园项目已于 2015 年 1 月移交金湾区红旗镇镇政府。

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。截至 2015 年 6 月底，金山花园项目公司投资 2.06 亿元，已收到回购款 1.87 亿元，支付投资利润和管理费 0.11 亿元；安怡花园项目公司投资 0.54 亿元，已收到支付投资利润和管理费 279.60 万元，暂未收到回购款。

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。截至 2015 年 6 月底，连湾新村三期项目公司投资 4029 万元，已收到政府回购款 1500 万元，支付利润和管理费 100 万元。

公司尚未就移交的项目提供全部工程决算文件，剩余回购款及投资利润、管理费将陆续结算收取。

（3）其他项目

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。

表 6 公司非十字门商务区在建项目开发情况（单位：万元）

项目名称	预计完工时间	总投资	截止 2015 年 6 月底投资额	预计投资				
				2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
金湾航空城	2018 年	350000	87888	95300	70000	70000	40400	--
保税区二期	2019 年	200000	8601	62600	70000	62800	--	--
上冲 TOD	2016 年	243000	153714	47586	41700	--	--	--
横琴创意谷	2016 年	100000	35788	54297	41585	--	--	--
高新区北围	2023 年	1568400	88255	91000	178200	231500	390200	91000
合计		2461400	374246	350783	401485	364300	430600	91000

资料来源：公司提供

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）。

金湾航空城项目总投资 35 亿元，截至 2015 年 6 月底，金湾区航空城项目已投资 8.79 亿元。2015 年 1~6 月，金湾航空城项目确认土地出让收入 0.41 亿元。预计 2015~2019 年土地出让收入 62.70 亿元。

保税区二期项目

2014 年 7 月，华发集团与保税区管委会签订了《珠海市保税区二期土地一级开发合作协议》，由保税区管委会联手公司，加快完善城区综合功能，推动打造保税贸易新城。保税区二期项目位于珠海保税区的西南角，东至宝珠路，南至情侣西路，西至保西路，北至南湾大道，占地面积约 2.3 平方公里。开发建设内容项目包括区域内土地整理及回收和市政道路工程设计及建设等。

2014 年 6 月 20 日公司子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司出资 1 亿元设立珠海华保开发建设有限公司（以下简称“华保公司”），具体负责对项目区域范围内的土地一级开发和市政道路工程建设，并已获得珠海市人民政府赋予的土地一级开发职能（珠府函【2014】184 号）。根据上述协议，保税区二期项目的开发资金由华发集团负责筹集，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上缴费用并优先偿还华保公司所支付的土地一级开发成本后，华保公司可获得土地增值收益的 25% 作为土地一级开发收益。

保税区二期项目总投资 20 亿元，预计 2018 年完工，截至 2015 年 6 月底，保税区二期项目已投资 0.86 亿元。预计于 2015 年下半年开始出让土地，2015~2019 年土地出让收入

30.33 亿元。

横琴创意谷项目

横琴创意谷项目是十字门公司的全资子公司珠海华发华宏开发建设有限公司与横琴新区管委会合作开发建设的中小企业创新创业基地，并通过企业公馆、SOHO 办公、商务公寓的建设，为基地提供商务与配套需求。

横琴创意谷项目位于澳门大学以西，横琴琴海湾以南，用地范围 12 万平米，建筑密度较低，总建筑面积约 11.52 万平米，其中创业区（小微企业孵化区）、创新区（中小企业创新区）、企业公馆（中型企业高成长区）共计 7.95 万平米，人才公寓 2.88 万平米，展厅等配套建筑面积 0.69 万平米。项目核心客户定位为高成长期的国际商务服务类的中小企业，重点吸引澳门文化创意类中小企业，同时积极开拓科教研发、中医药等领域的大型企业上下游服务企业总部进驻。

横琴创意谷项目总投资 10 亿元，主要由公司筹集，项目收入包括各功能区的租金及横琴新区提供的补偿金。由于项目投资规模大、建设标准高，且扶持中、小、微企业准入条件及租金政策有优惠，根据《横琴创新产业基地合作框架协议》，合作期满后，横琴新区将对项目提供合理的补偿金，金额不低于本项目的建设成本费用及合理收益，包括项目用地租金及其利息、工程建设直接成本、建设期公司运营费用、建设期管理费用（以工程建设直接成本为基准乘以 2% 计算）、建设期利息、合理投资收益（以工程建设直接成本为基准乘以 10% 计算）以及因收到项目补偿金而产生的应缴纳的营业税及附加费等。横琴创意谷项目已于 2014 年开工，预计 2016 年完工，截至 2015 年 6 月底已投资 3.58 亿元。

上冲车辆基地 TOD 项目

上冲车辆基地是珠海有轨电车 1 号线的 4 处车辆基地之一，位于珠海市区与坦洲交界处的上冲片区，上冲片区是珠海市中心城区的西北门户，是珠海市中心城区重要的主导产业配

套发展区。上冲车辆基地 TOD 项目是公司与珠海城市建设集团有限公司共同打造的以公共交通为中枢导向的珠海首个绿色立体城市生活体。建设内容包括综合开发的住宅、公寓、商业及停车库和配套的交通组织、城市广场，项目占地约 8.47 万平方米（其中车辆基地占地 7.45 万平方米），总建筑面积 29.66 万平方米，其中包括车辆段部分和综合开发部分，车辆段部分由珠海市城市建设集团有限公司负责建设，综合开发部分由公司控股子公司珠海市海川地产有限公司负责开发建设。

上冲车辆基地 TOD 总投资 24.30 亿元，项目资本金约 10.16 亿元由珠海市海川地产有限公司自筹，其余款项将通过股东借款或银行融资解决。项目已于 2014 年启动，计划于 2016 年主体完工，预计销售收入 32.42 亿元。截至 2015 年 6 月底已投资 15.37 亿元。

珠海科技创新海岸（北围）项目

科技创新海岸（北围）项目位处珠海北部，是唐家湾滨海科技新城北部重要组成部分。公司子公司珠海华发高新建设控股有限公司与珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会签订《珠海高新区北围土地一级开发协议》，负责对珠海高新区北围项目的土地一级开发和市政道路、绿化景观、桥梁、围填海等市政基础设施建设。项目占地约 858 公顷，其中场地平整填土总量约 5230 万立方，市政道路总长约 62 公里，绿化景观总面积 198 万平方米，填海区总面积约 358 公顷，以及新建桥梁 9 座（中珠渠 5 座、金星渠 4 座）。现有陆域部分占地约 500 公顷，场地平整填土总量约 1650 万立方，市政道路总长约 36 公里，绿化景观总面积约 111 万平方米，以及新建桥梁 5 座（中珠渠 3 座、金星渠 2 座）。项目计划三年建成现有陆域部分的市政基础设施，七年完成区域内所有市政基础设施建设，并通过北围和 TOD 的联动开发，十年打造“产城一体，融合发展，政府主导，企业运作”的珠海北低碳新城。项目预计总投资 156.84 亿元，项目投

资资金将通过珠海华发高新建设控股有限公司自有资金和银行借款等方式统筹解决。截至 2015 年 6 月底，该项目已投资 8.83 亿元，2015~2018 年计划投资 98.19 亿元。

北围项目可出让用地总面积约 294 公顷，可出让建筑总面积约 627 万平方米，其中现有陆域可出让用地总面积约 188 公顷，可出让用地建筑面积约 396 万平方米。未来公司将根据市场的需求，分批出让北围的住宅、商住及工业用地。项目经营性用地的土地出让金收入由市级财政在扣除农业土地开发资金后，收取 15%，剩余 85%作为区级土地出让分成；区级土地出让分成由珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会提取 7%后，剩余部分全额拨付给项目公司。按照本项目范围内土地出让计划，从 2015 年开始公司将逐年获得土地分成收益。预计 2015~2019 年可产生土地分成收入 101.48 亿元。

截至 2015 年 6 月底，该项目已动工市政道路共有 10 个标段，已动工总长 23.2 公里（含 TOD 公司分摊的科创纵三路和中珠渠北路），已完工市政道路总长 0.7 公里；场地平整工程，已全部启动，现已完成填土总量 440 万立方米；绿化工程正在开展样板段施工。计划 2015 年内完成填土十三、十六~十八标工程、北围市政道路一期一标段工程及公共绿地二期（1 区）景观工程施工，2015 年底启动市政道路四期十一标工程施工。

另外，华发集团和斗门区政府签订《斗门区黄杨河“一河两岸”综合开发项目合作框架协议》，进行黄洋河及附近区域的综合开发建设；华发集团与珠海市富山工业园管理委员会签订了《富山产业新城合作协议》开发内容为珠海市斗门区富山产业新城起步区土地一级开发项目和起步区以外富山产业新城内的市政基础设施项目。

整体看，公司城市运营板块项目储备充足，未来投资规模大，资金平衡依赖的土地分成收入和房地产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。

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。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，业务毛利率分别为 3.09%、2.09% 和 1.19%。

公司各类物资贸易的上下游及结算方式根据实际客户情况会有所变动，2015 年预付上游采购款和以银行承兑汇票支付上游采购款有所增多，主要结算方式情况如下表所示。公司大宗商品板块业务模式是在按照下游客户的要求找到适合的货源后，华发商贸风控委员会为其做风险评估，根据实际情况确定账期、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，风险相对较小。

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）		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
钢材	28495.00	43466.50	44337.77	4100.00	3850.00	3162.39	6.95	11.29	14.02
管桩	3420.55	5468.60	--	145.00	148.00	--	23.59	36.95	--
焦炭	25143.00	129438.92	97261.18	1450.00	1534.00	1025.64	17.34	84.38	94.83
煤炭		10748.53	45013.84		929.00			11.57	--
燃料油		36491.28	45013.84		5992.00	5258.63		6.09	8.56
重质油			49833.90			4751.54			10.49
进口铁矿砂			43057.98			563.14			76.46

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。

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	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	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

	油化工有限公司			
重质油	厦门象屿物流集团有限责任公、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
进口铁矿砂	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

（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 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，同时，华发汽车还经营一家以中高档品牌为主的汽车城，以进口汽车的销售和维修为主要业务。2014 年，公司汽车销售实现收入 2.87 亿元。

5. 未来发展

从发展规划来看，公司未来仍以城市运营、商贸流通和现代服务板块为主营业务。城市运营板块，公司的业务结构正在向建立全产业链组合发展，以一级开发为基础，大力发展二级开发，并拓展优质资产管理及运营。区域布局上，公司在深耕珠海的同时，将整合华发集团资源，扩大城市运营板块覆盖范围，实现 2~3 个异地城市突破。同时公司将注重品牌打造，提升品牌知名度和竞争力。

商贸流通板块，公司将集中精力发展能源产品（油品、化工产品类）、有色金属矿产品、农产品等大宗商品，加大力度拓展高附加值电子产品的出口及转口业务，做好以钢铁等建筑材料为主的建筑材料业务。内部优化管控、人力资源配置，外部精心开拓主营产品业务，积极探索外贸新业态，同时做好风险控制与客户维护的平衡。

现代服务板块，公司将依托珠海区位优势和经济产业资源，充分整合和利用华发集团多年发展过程中累积起的市场及客户资源，引入专业化国际知名品牌与团队，运用“互联网+”模式实现产业创新及跨界融合，打造具有华发特色及市场影响力的管理品牌，实现轻资产扩张。

整体来看，未来公司投资规模较大，但公司是珠海市的主要城市运营商，现代服务、城市运营和商贸流通三大业务板块布局形成，定位明确，对公司持续发展形成有力支撑。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 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 2015 年上半年财务数据未经审计。

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%）。2014 年公司新设珠海华发商务招商运营管理有限公司等 6 家子公司并通过股权收购方式将珠海市海川地产有限公司、珠海市高新总部基地建设发展有限公司纳入合并范围。2015 年 1~6 月，公司合并范围内新增珠海华晟开发建设有限公司，为珠海十字门中央商务区建设控股有限公司独资设立；珠海市高华市政综合管理有限公司由于公司所持股权转让不再纳入合并范围内。公司提供的 2012~2013 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，对财务数据的可比性有一定影响。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 394.25 亿元，所有者权益为 190.97 亿元（其中少数股东权益 29.99 亿元）；2014 年，公司实

现营业收入 83.89 亿元，实现利润总额 9.75 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额为 483.51 亿元，所有者权益为 191.45 亿元（其中少数股东权益 29.70 亿元）；2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 31.46 亿元，实现利润总额 1.19 亿元。

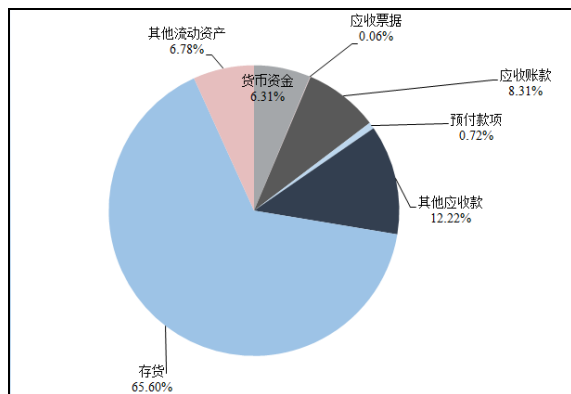
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 66.26%。截至 2014 年底，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，公司流动资产年均复合增长 97.00%，高于同期资产增幅。截至 2014 年底，公司流动资产合计 353.84 亿元，主要由应收账款（8.31%）、其他应收款（占比 12.22%）和存货（占比 65.60%）构成。

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金年均复合增长 41.28%，截至 2014 年底，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，公司应收账款快速增长，年均复合增长 72.44%，截至 2014 年底，公司

应收账款为 29.41 亿元。从账龄看，账龄在 1 年以内的应收账款占 99.12%，1~2 年的占 0.86%，2~3 年的占 0.00%，3 年以上的占 0.02%，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 年底，公司对应收账款计提坏账准备 585.70 万元，应收账款主要构成如下表所示。

表 9 截至 2014 年底公司应收账款主要构成情况
(单位：亿元)

单位名称	金额	账龄	款项性质
珠海市横琴新区管理委员会财金事务局	8.53	1 年以内	土地收益分成
珠海市财政局	12.14	1 年以内	土地收益分成
珠海粤裕丰钢铁有限公司	1.50	1 年以内	货款
中石化中海船舶燃料供应有限公司	1.23	1 年以内	货款
广东省广弘华侨建设投资有限公司	1.15	1 年以内	货款
合计	24.55		

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司预付款项为 2.56 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（1.12 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）及货款。

2012~2014 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 444.47%，增长主要来源于往来款的增加；截至 2014 年底，公司其他应收款为 43.23 亿元。从账龄看，账龄在 1 年以内的应收账款占 99.64%，1~2 年的占 0.16%，2~3 年的占 0.06%，3 年以上的占 0.14%，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 95.55%，集中度较高。截至 2014 年底，公司对应收账款计提坏账准备 81.46 万元，其他应收款主要构成如下表所示。

表 10 截至 2014 年底公司其他应收款主要构成情况
(单位: 万元)

单位名称	金额	款项性质
珠海华发集团有限公司	410194.59	往来款
珠海华发中演剧院管理有限公司	1111.44	往来款
应收出口退税	741.22	退税款
珠海华发体育发展有限公司	735.00	往来款
裕发(澳门)有限公司	350.69	往来款
合计	413132.95	

资料来源: 公司审计报告

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 年底, 公司存货为 232.13 亿元, 构成主要为开发成本 (230.61 亿元), 另有发出商品 (0.79 亿元)、库存商品 (0.56 亿元) 和工程施工 (0.13 亿元) 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, 主要公司为母公司华发集团等融资提供抵押担保所致。

截至 2014 年底, 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铎创投资贷款 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。

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 年底, 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。

2012~2014 年, 公司长期股权波动增长, 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 年底, 公司长期股权投资为 2.96 亿元, 较 2013 年底略有下降,

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。具体构成如下表所示:

表 11 截至 2014 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	2.96
珠海城际轨道实业有限公司	0.03	49.90
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	2.96	

资料来源: 公司审计报告

注: 本表后 3 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。2013 年, 公司投资性房地产中所有土地使用权转入存货。截至 2014 年底, 公司投资性房地产 25.91 亿元, 全部为 2014 年从存货中转入, 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并对外出租。

2012~2014 年, 公司固定资产快速增长, 年均复合增长 487.42%, 截至 2014 年底, 公司固定资产为 10.53 亿元, 较 2013 年底增加 8.43 亿元, 主要系城轨地下交通换乘中心项目等转入所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物 (9.35 亿元)、运输设备 (0.25 亿元) 和电子设备及其他 (0.93 亿元) 构成。

截至 2015 年 6 月底, 公司资产总额为 483.51 亿元, 较年初增长 22.64%, 增幅主要来自货币资金、其他应收款和存货。结构方面, 流动资产占 91.77%, 非流动资产占 8.23%, 流动资产占比较年初有所上升。截至 2015 年 6 月底, 公司预付款项 14.60 亿元, 较 2014 年底增长 471.11%, 主要系大宗商品贸易预付采购款; 其他应收款 83.15 亿元, 较上年底增长

92.35%，主要系往来款增加所致；存货 247.70 亿元，较上年底增长 6.71%，增长主要来源于对项目的开发投入。

总体看，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，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 2014 年底，公司所有者权益合计 190.97 亿元，其中少数股东权益 29.99 亿元，实收资本 10.00 亿元，资本公积 140.72 亿元，未分配利润 10.26 亿元。

2014 年 4 月 4 日，根据珠国资[2014]105 号文，珠海华发集团以资本公积转增实收资本 6.00 亿元，并以货币资金增资 0.98 亿元。铎创投资以货币出资增加投资 2.99 亿元。截至 2014 年底，公司实收资本 10.00 亿元，其中珠海华发集团出资占 70%，铎创投资出资占 30%，注册资本 10.00 亿元，已经经珠海立信会计师事务所（特殊普通合伙）珠立专字（2014）026 号、珠立验字（2014）045 号报告审计验证。

截至 2014 年底，公司资本公积 140.72 亿元，较 2013 年底减少 5.43 亿元，主要系 6.00 亿元资本公积转增实收资本及无偿划拨地下换乘中心产权 0.58 亿元计入资本公积所致。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 191.45 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 161.76 亿元，少数股东权益 29.70 亿元，所有者权益具体构成较年初变化不大。

负债

2012~2014 年，公司负债快速增长，年均复合增长 137.55%，增长主要来自应付账款、长期借款和应付债券。截至 2014 年底，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。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 105.46 亿元，主要由短期借款、应付账款和一年内到

期非流动负债构成。

截至 2014 年底，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%。截至 2014 年底，公司应付账款为 62.16 亿元，构成主要为应付工程款和货款。截至 2014 年底，公司应付账款主要构成如下表所示。

表 12 截至 2014 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
上海宝治集团有限公司	26.05	工程款
十字门横琴片区暂估工程款	16.11	预估工程款
十字门湾仔片区暂估工程款	8.70	预估工程款
香港华发投资控股有限公司	8.39	货款
横琴安达房产开发公司	0.74	预估工程款
合计	59.99	

资料来源：公司审计报告

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 年底，公司非流动负债合计 97.83 亿元，主要由长期借款和应付债券构成。

截至 2014 年底，公司长期借款为 64.47 亿元，其中保证借款 9.15 亿元，抵押借款 14.97 亿元，抵押担保借款 2.59 亿元，质押借款 6.67 亿元，信用借款 30.00 亿元，质押保证借款 1.10 亿元。

截至 2014 年底，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”。

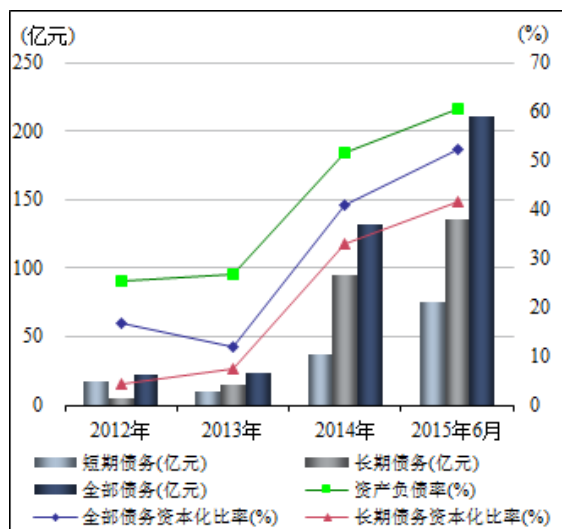
截至 2015 年 6 月底，公司负债规模较年初增长 43.67%，为 292.06 亿元，主要来自短期借款、应付票据、长期借款和应付债券的增长。截至 2015 年 6 月底，公司短期借款 59.81 亿元；应付票据 15.24 亿元，较 2014 年底增长

1243.06%，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；预收款项 8.76 亿元，较 2014 年底增长 1602.06%，主要系贸易结算方式变动和预收土地开发建设集补偿金所致。长期借款余额 91.03 亿元；应付债券余额 44.78 亿元，较 2014 年底增加 14.92 亿元，主要系公司分别于 2015 年 1 月和 2015 年 3 月发行 8 亿元“15 珠海华发 MTN001”和 7 亿元“15 珠海华发 MTN002”所致。

2012~2014 年，公司债务规模快速增长，年均复合增长率 146.86%，截至 2014 年底，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%。

从负债指标看，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 51.56%、40.80%和 33.06%。

图 3 2012~2015 年 6 月底公司债务情况



资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2015 年 6 月底，公司全部债务合计 210.86 亿元，其中长期债务 135.81 亿元，长期债务占比有所下降，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 60.40%、52.41%和 41.50%，公司债务负

担有所加重。

总体看，近年来公司债务规模快速增长，有息债务结构调整为以长期债务为主，公司整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司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，营业成本为 65.68 亿元，年均增长 92.45%。

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2012~2014 年公司期间费用率分别为 8.06%、6.14%和 7.95%，公司期间费用控制能力尚可。

公司营业外收入和支出规模不大，2012~2014 年分别实现利润总额 0.34 亿元、4.61 亿元和 9.75 亿元。

盈利指标方面，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率近三年均呈上升趋势，加权平均值分别为 17.06%、2.25%和 2.41%，2014 年分别为 19.54%、3.22%和 3.58%。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 31.46 亿元，同比增长 87.92%，营业利润率为 19.56%，利润总额为 1.19 亿元。

整体看，随着公司土地一级开发和商贸流通业务的不断开展，公司营业收入规模持续增长；公司总资本收益率和净资产收益率指标较低，公司盈利能力整体偏弱但呈上升趋势。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年，公司经营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17.70亿元（其中资金往来款15.42亿元，支付营业费用、管理费用、财务费用等1.28亿元）。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。公司近三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（主要为发放委托贷款）。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。

2012~2014年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-13.49亿元、-50.11亿元和-45.12亿元，公司对外筹资需求大。

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），取得借款收到的现金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

额为-4.16亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金37.33亿元，现金收入比118.67%，公司收到与支付其他经营活动有关现金流分别为22.05亿元和22.83亿元，主要系与珠海中冶置业有限公司的往来款；投资活动现金净流入2.32亿元，主要系收回委托贷款9.00亿元和发放委托借款6.58亿元；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看，2012年~2014年，公司流动比率和速动比率波动上升，2014年底分别为335.53%和115.41%。2015年6月底，受短期借款和应付票据大幅增长影响，公司流动比率和速动比率较上年底有所下降，分别为290.58%和128.37%。2012~2014年，公司经营净现金流波动较大，经营现金流流动负债比分别为-17.46%、18.97%和-13.10%。考虑到公司短期债务规模较大，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2012年~2014年，公司EBITDA持续增长，分别为0.51亿元、5.53亿元和14.20亿元。2012~2014年，公司全部债务/EBITDA分别42.12倍、4.34倍和9.27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2015年6月底，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 月底对外担保明细

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 月底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 月底，公司共获得各银行授信额度 133.43 亿元，尚未使用额度 34.05 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G1044040200879080），截至 2015 年 8 月 20 日，公司无未结清和已结清不良和关注类贷款，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很强。

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 28 亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务工具特征接近，故将其全部作为有息债务进行分析，发行后将在现有债务的基础上增加 28 亿元有息债务。公司拟发行本期中期票据 28 亿元，占 2015 年 6 月底公司长期债务的 20.62%，占全

部债务的 13.28%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2015 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.40% 和 52.41%，以公司 2015 年 6 月底报表财务数据为基础，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 62.57% 和 55.51%，公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金部分用于偿还银行借款，公司实际债务负担可能低于上述指标模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司存续期内中期票据“14 珠海华发 MTN001”、“15 珠海华发 MTN001”和“15 珠海华发 MTN002”分别于 2019 年、2020 年和 2020 年到期。公司计划发行本期中期票据 28 亿元，公司有权在本期长期限含权中期票据发行第 5 年及之后每年的约定赎回日进行赎回。

假设公司本期中期票据全部于发行后 5 年（即 2020 年）赎回，则公司 2020 年需集中偿付本期中期票据、“15 珠海华发 MTN001”和“15 珠海华发 MTN002”合计 43 亿元。2012～2014 年，公司 EBITDA 值分别为 0.51 亿元、5.53 亿元和 14.20 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 0.02 倍、0.20 倍和 0.51 倍；分

别为公司集中偿付本期中期票据、“15 珠海华发 MTN001”和“15 珠海华发 MTN002”合计额度的 0.01 倍、0.13 倍和 0.33 倍，EBITDA 值对本期中期票据的覆盖能力弱。

2012~2014 年，公司经营活动的现金流入量分别为 15.55 亿元、63.53 亿元和 86.69 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 0.56 倍、2.27 倍和 3.10 倍，分别为公司集中偿付本期中期票据、“15 珠海华发 MTN001”和“15 珠海华发 MTN002”合计额度的 0.36 倍、1.48 倍和 2.02 倍；2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额分别为-4.89 亿元、8.76 亿元和-13.81 亿元，2012 和 2014 年经营活动现金净流量对本期中期票据不具保障能力，2013 年为本期中期票据拟发行额度的 0.31 倍，为公司集中偿付本期中期票据、“15 珠海华发 MTN001”和“15 珠海华发 MTN002”合计额度的 0.20 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度尚可，对本期中期票据、“15 珠海华发 MTN001”和“15 珠海华发 MTN002”合计额度的保障程度尚可。

3. 公司未来现金流预测

2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年提高，分别为 13.03 亿元、31.35 亿元和 83.02 亿元。

根据 2014 年公司收入结构，商贸物流销售收入占比 53.00%，城市运营收入占比 37.90%，上述两大业务的销售收入占比之和达到 87.90%，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 7.95 亿元、24.81 亿元和 48.00 亿元，增幅分别为 212.12%、93.49%。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 2015 年商贸物流板块销售额至 80 亿元、2016 年增长至 120 亿元，2017 年增长至 170 亿元，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（北围项目收益情况不确定性较大，暂未预测），预计未来五年城市运营现金流入金额合计为 392.87 亿元，由于土地分成收益等收入有 1~2 年的账期，预计有部分的销售收款和现金流入可能会有所差异。

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，对可能集中兑付的总额 43 亿元中期票据覆盖能力尚可。

表 14 公司 2015~2019 年城市运营现金流预测表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	小计
十字门土地分成预期现金流入	26.38	29.68	20.6	10.45	9.20	96.31
金湾土地分成预期现金流入	7.51	14.40	12.01	10.10	9.06	53.08
保税区二期土地分成预期现金流入	3.64	7.57	7.67	6.83	4.62	30.33
高新区北围一期预期现金流入	7.46	16.41	20.45	26.22	30.94	101.48
IFC 大厦预期现金流入	1.10	2.46	8.62	10.92	5.79	28.89

会展组团一期预期现金流入	26.38	29.68	20.60	10.45	9.20	96.31
横琴国际金融中心大厦	-	-	-	22.24	28.12	50.36
上冲 TOD 项目现金流入	--	27.01	5.41	--	--	32.42
城市运营合计现金流入	46.09	97.53	74.76	86.76	87.73	392.87

资料来源：公司提供

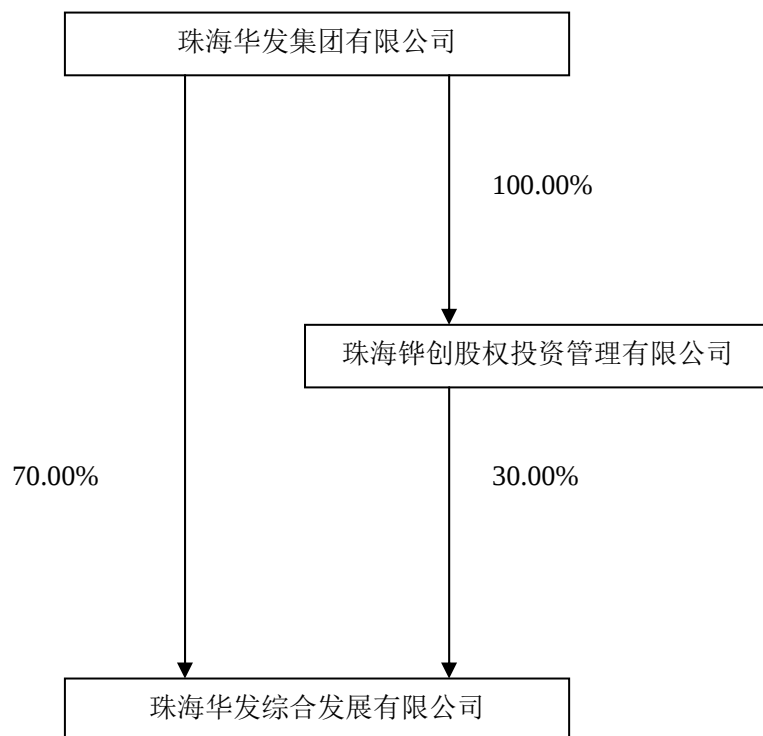
十、结论

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。

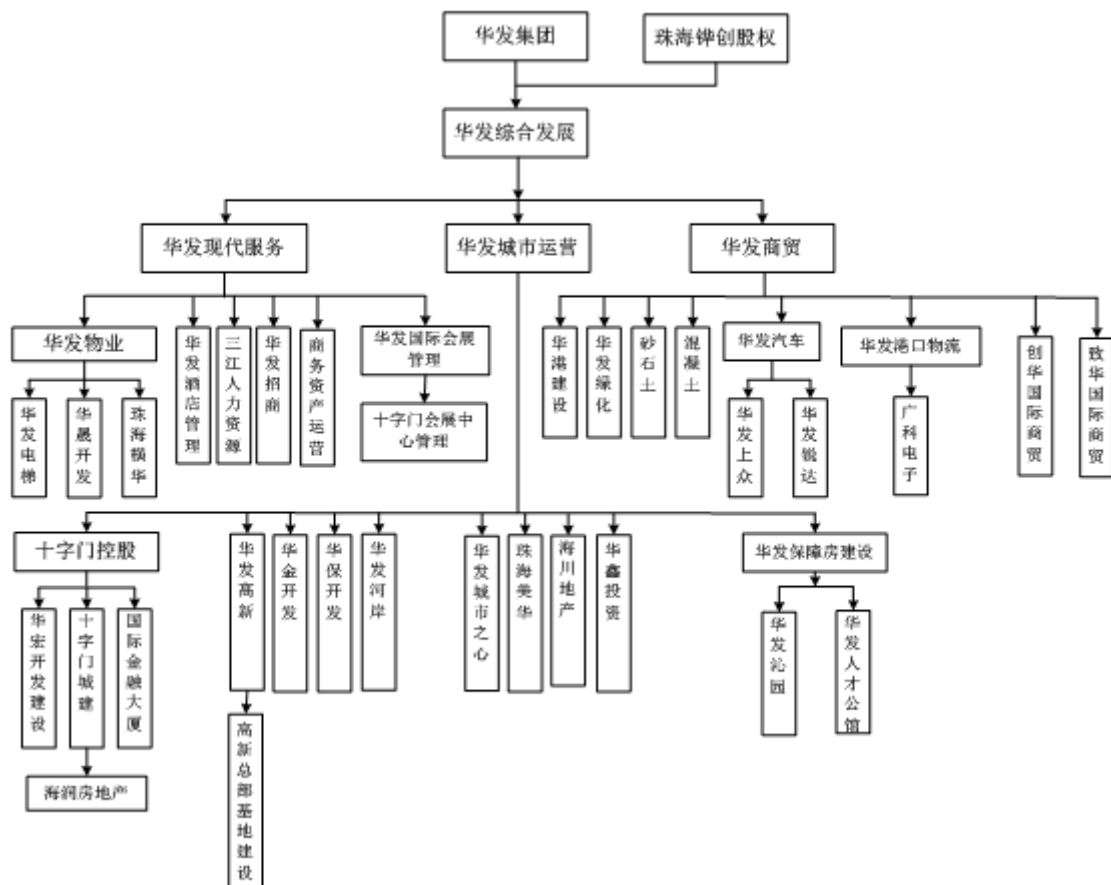
受政府注资影响，公司资产规模快速增长，构成以应收账款和存货为主，公司资产质量和流动性一般。负债方面，公司负债总额和有息债务规模不大，具备一定的财务弹性。公司处于项目开发建设期，营业收入中大宗商品批发收入占比大，拉低了公司的盈利指标，公司整体盈利能力弱。随着十字门中央商务区土地出让和项目的滚动开发，土地一级开发收益分成与项目投资规模有望实现动态平衡，公司对外融资压力有望缓解，营业收入规模和盈利能力有望提升。总体看，公司主体信用风险很低。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点。本期中期票据发行额度对公司现有债务影响有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度尚可，但考虑本期发行额度较大，公司未来可能面临一定集中偿付压力。综合考虑公司主体信用状况和未来收入的成长性以及政府和母公司对公司的支持，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

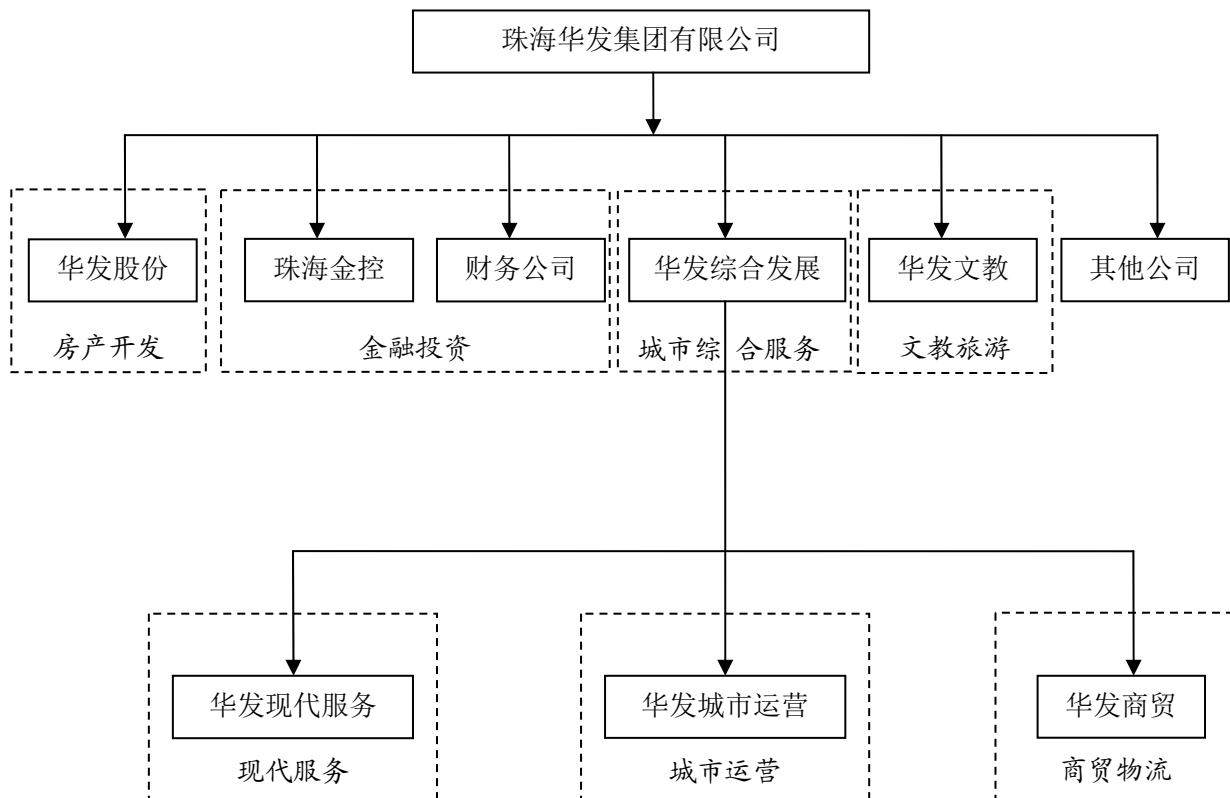
附件 1-1 公司股权结构图



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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.18	12.91	22.51	43.24
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
利润总额(亿元)	0.34	4.61	9.75	1.19
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
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.34	2.47	3.25	--
存货周转次数(次)	0.29	0.25	0.31	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.21	0.27	--
现金收入比(%)	64.26	79.32	98.96	118.67
营业利润率(%)	9.80	17.77	19.54	19.56
总资本收益率(%)	0.25	1.97	3.22	--
净资产收益率(%)	0.20	1.92	3.58	--
长期债务资本化比率(%)	4.22	7.51	33.06	41.50
全部债务资本化比率(%)	16.85	12.05	40.80	52.41
资产负债率(%)	25.26	26.63	51.56	60.40
流动比率(%)	325.31	491.59	335.53	290.58
速动比率(%)	87.59	80.87	115.41	128.37
经营现金流动负债比(%)	-17.46	18.97	-13.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.59	6.46	2.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	42.12	4.34	9.27	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.56	2.27	3.10	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.17	0.31	-0.49	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.02	0.20	0.51	--

注：公司成立于 2012 年，并于 2013 年 12 月进行重组，故 2012~2013 年财务数据为基于子公司的模拟值；公司 2015 年上半年财务数据未经审计。

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 / 营业收入 × 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%
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 + 一年内到期的非流动负债 + 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 年度第三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。

联合资信评估有限公司

二零一五年九月八日