跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1017 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持珠海华发综合发展有限公司的 AA^+ 主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14珠海华发MTN001”、“15珠海华发MTN001”和“15珠海华发MTN002” AA^+ 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月十五日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

珠海华发综合发展有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 珠海华发 MTN001	30 亿元	2014/10/15 2019/10/15	AA^+	AA^+
15 珠海华发 MTN001	8 亿元	2015/1/23 2020/1/23	AA^+	AA^+
15 珠海华发 MTN002	7 亿元	2015/3/11 2020/3/11	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2015 年 7 月 15 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元）	11.82	12.91	22.51	64.50
资产总额(亿元)	142.62	238.62	394.25	466.31
所有者权益(亿元)	106.59	175.08	190.97	192.04
长期债务(亿元)	4.70	14.22	94.33	162.46
全部债务(亿元)	21.60	23.98	131.64	200.68
营业收入(亿元)	20.28	39.53	83.89	17.24
利润总额(亿元)	0.34	4.61	9.75	1.80
经营性净现金流（亿元）	-4.89	8.76	-13.81	-8.88
EBITDA(亿元)	0.51	5.53	14.20	--
营业利润率(%)	9.80	17.77	19.54	25.10
净资产收益率(%)	0.20	1.92	3.58	--
资产负债率(%)	25.26	26.63	51.56	58.82
全部债务资本化比率(%)	16.85	12.05	40.80	51.10
流动比率(%)	325.31	491.59	335.53	393.66
全部债务/EBITDA(倍)	42.12	4.34	9.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.59	6.46	2.18	--
经营现金流动负债比(%)	-17.46	18.97	-13.10	--

注：公司成立于 2012 年，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 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘珺轩　潘诗湛
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

跟踪期内，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”）关注到公司投资规模大，存在较大资金压力和整体盈利能力较弱等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，珠海市经济水平持续增长，财政实力不断增强，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，对外融资压力有望缓解。

公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据的保障能力尚可。

基于以上，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“14珠海华发MTN001”、“15珠海华发MTN001”和“15珠海华发MTN002”AA^+的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，珠海市经济呈良好发展态势，财政实力有所增强，为公司经营发展提供了良好的外部条件。
2. 跟踪期内，公司作为珠海市城市综合服务开发商，参与珠海市多个区域的重大基础设施开发建设运营，获得母公司和珠海市政府的大力支持。
3. 跟踪期内，公司收入规模和利润总额持续增长。

关注

1. 公司土地一级开发业务规模大，受宏观经济

及国家政策影响大，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，跟踪期内公司债务规模快速增长，债务负担呈大幅上升趋势。
3. 母公司华发集团等公司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. 公司对外担保规模较大，存在一定或有风险。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于珠海华发综合发展有限公司主体长期信用及存续期内相关中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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”）和珠海铧创投资管理有限公司（以下简称“铧创投资”）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%，铧创投资持股 30%。根据珠海市国资委“关于无偿划转珠海铧创投资管理有限公司等企业股权的意见”（珠国资【2012】265 号），由铧创投资持有的公司 30.00%的股权划转为珠海铧创股权投资管理有限公司（以下简称“铧创股权投资”）持有。铧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铧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，铧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%，铧创股权投资持股 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 3 月底，公司注册资本 10 亿元。

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 3 月底，公司合并资产总额为 466.31 亿元，所有者权益为 192.04 亿元（其中少数股东权益 29.84 亿元）；2015 年一季度，公司实现营业收入 17.24 亿元，实现利润总额 1.80 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。

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。全国一般公共财政收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共财政收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共财政收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共财政支出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. 行业概况

（1） 基础设施建设板块

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。2014年全年，全国固定资产投资总额完成51.28万亿元，比上年增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资1.20万亿元，比上年增长33.9%；第二产业投资20.81万亿元，增长13.2%；第三产业投资28.19万亿元，增长16.8%。2014年全年房地产开发投资9.50万亿元，比上年增长10.5%，其中，住宅投资6.44万亿元，增长9.2%，办公楼投资0.56万亿元，增长21.3%；商业营业

用房投资1.43万亿元，增长20.1%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房740万套，基本建成城镇保障性安居工程住房511万套。

截至2014年，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.04个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014~2020年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

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发展重点。

从政策层面来看，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） 地产物业板块

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产行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。

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。

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，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。

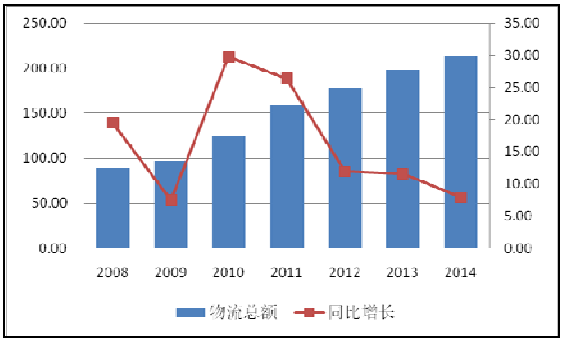
总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将

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。

图1 中国物流总额及增长率 (单位：万亿、%)



资料来源：WIND资讯

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。

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，珠海市全市实现地区生产总值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%。

财力方面，2014年珠海市全市一般公共预算收入224.31亿元，比上年23.6%。其中，税收收入182.09亿元，增长25.5%。在税收收入中，增值税49.20亿元，增长23.1%；营业税27.23亿元，增长11.6%；房产税7.84亿元，增长19.9%；企业所得税27.15亿元，增长34.0%。全年一般公共预算支出275.89亿元，增长15.3%。

珠海市正在大力建设交通枢纽，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。

整体看，跟踪期内，珠海市经济发展态势良好，基础设施建设将进一步推进。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 3 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. 外部环境与竞争力

2014 年珠海市以加快基础设施现代化为战略重点，投资力度持续不减，固定资产投资首次突破千亿元，达到 1135.05 亿元，增长 23.5%，增速连续四年保持珠三角第一。完成重点建设项目投资 512.8 亿元，为年度计划的 132.5%。一批内通外联的交通枢纽工程全面启动。港珠澳大桥主桥及珠澳人工岛建设顺利，珠海连接线配套工程进度过半。横琴新区实现五年成规模目标，新区创新改革增创了新优势，自贸试验区获批，所得税优惠政策落地实施，横琴口岸实现 24 小时通关，二线通道封关运作，自贸区和新区的政策叠加优势凸显。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，有着良好的外部发展环境。

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，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。与珠海城市建设集团有限公司和珠海大横琴投资有限公司相比，公司背靠华发集团丰富的城市运营经验并有着明确的职能定位：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；公司主要是承接珠海市重点基础设施建设工程项目，其中十字门中央商务区项目是横琴新区开发的核心项目。

3. 外部支持

跟踪期内，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资产划拨和珠海市各级政府土地一级开发收益分成等方面的大力支持。

资产划拨

2012~2014 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，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 亿元和 31.43 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。

4. 人员素质

2015 年 4 月 13 日，根据《珠海华发综合发展有限公司董事会决议》，经董事会成员一致通过决议：免去李光宁公司董事、董事长，免去郭凌勇公司副董事长，免去赵锐公司董事、总经理（法定代表人），选举郭凌勇为公司董事长，聘任席晓乐为公司总经理（法定代表人）。

郭凌勇，1973 年出生，本科学历。现任珠海华发综合发展有限公司董事长，珠海华发集团有限公司副总经理、珠海十字门中央商务区建设有限公司董事长。

席晓乐，1965 年生，本科学历，工程师。曾任珠海市房产公司工程部部长、总经理助理，珠海经济特区建材公司总经理、法人代表，珠海市建安集团公司董事、副总经理。现任珠海华发综合发展有限公司董事兼总经理。

截至 2015 年 3 月底，公司在职员工 5168 人。从员工文化素质情况来看，高中、中专及以下学历的员工占 66.41%，大专学历的占 8.92%，本科及以上学历的占 24.67%；从员工年龄构成来看，30 岁以下的员工占 38.67%，31~50 岁的占 56.33%，51 岁以上的占 5.00%。

总体来看，公司大部分高层管理人员有较丰富的管理经验；公司员工整体文化素质能满足公司目前经营需要。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

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，2014 年公司实现主营业务收入 82.91 亿元，同比增长 111.36%。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，2014 年，公司物业服务业务毛利率有所上升，为 25.14%；汽车销售业务毛利率受行业整体市场情况影响有所下降，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年持续升高，2014 年为 52.67%；2014 年大宗商品批发业务毛利率 1.19%，较上年下降 0.9 个百分点，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。受土地一级开发业务毛利率较高影响，2014 年公司主营业务毛利率为 22.00%，较 2013 年上升 2.13 个百分点。

2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 16.97 亿元，为 2014 年的 20.47%，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，土地一级开发和混凝土销售在一季度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 2.07%，大宗商品批发业务毛利率大幅下降，主要系一季度焦炭贸易较少、低毛利重质油贸易较多所致，汽车销售业务毛利继续下滑，混凝土销售业务处于亏损状态。总体看，受土地一级开发业务收入占比上升影响，2015 年一季度公司总体毛利率有所提高。

表 1　2012~2015 年一季度公司主营业务收入构成情况（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 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
物业服务	16910.14	20369.04	28759.05	5233.58	22.12	21.48	25.14	2.07
汽车销售	29135.55	28481.92	28677.27	5352.00	8.04	8.73	6.14	5.33
土地一级开发	102396.88	121944.13	314279.16	103583.44	15.36	51.25	52.67	44.26
工程施工	--	4637.48	486.56	344.56	--	91.14	17.37	0.76
大宗商品批发	50341.35	214179.05	439463.48	46258.07	3.09	2.09	1.19	0.36
租赁收入	--	--	1649.52	2414.42	--	--	87.99	81.24
停车场收入	--	--	1985.31	440.59	--	--	14.89	24.29
混凝土销售	--	761.22	11355.69	5255.74	--	-4.08	4.37	-2.96
其他	1621.82	1916.99	2489.23	851.29	-15.43	-3.86	13.74	40.30
合计	**200405.73**	**392289.84**	**829145.27**	**169733.69**	**11.54**	**19.87**	**22.00**	**28.15**

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 年一季度，物业管理业务收入为 5233.58 万元，同比下降 11.77%，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 2.07%。

（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 1649.51 万元。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 1985.31 万元。

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发行人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。

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 年下半年投入运营。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 41 层，幕墙施工至 27 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加速推进建设。

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 2　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 2014 年底已投资	计划投资额				
			2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
横琴土地一级开发	490000	276833	73500	73500	49000	9800	7367
湾仔土地一级开发	350000	28676	85000	105000	52500	52500	26324
会展商务组团	870000	533725	73000	86000	86000	91275	--
横琴国际金融大厦	400000	80230	21700	68754	120320	108997	--
横琴金融街	70000	33400	30000	6600	--	--	--
合计	**2180000**	**952864**	**283200**	**339854**	**307820**	**262572**	**33691**

资料来源：公司提供

表 3　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	2020 年
出让面积	124.67	94.00	12.43	35.94	19.11	48.76
返还金额	32.10	19.00	9.80	11.10	7.30	30.35

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 2014 年底已投资金额 7.33 亿元，目前项目已进入验收阶段，计划 6 月启动市场广宣，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 2014 年底已投资金额 5.12 亿元，目前主体结构封顶，砌体已完成，准备开始室内装修，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 3 月底，金山花园项目公司投资 2.06 亿元，已收到回购款 1.57 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。

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 3 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。

（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 4　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 2014 年底投资额	预计投资			
				2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
金湾航空城	2018 年	350000	74300	95300	70000	70000	40400
保税区二期	2017~2019 年	200000	4600	62600	70000	62800	--
上冲 TOD	2016 年	243000	25139	47586	170275	--	--
横琴创意谷	2016 年	100000	4118	54297	41585	--	--
合计		**893000**	**108157**	**259783**	**351860**	**132800**	**40400**

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，公司股东铧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），其中铧创股权投资持股 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 2014 年底，金湾区航空城项目已投资 7.43 亿元，2015 年开始产生土地出让收入。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应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 2014 年底，保税区二期项目已投资 0.46 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 33.61 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 10.00 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 2014 年底已投资 0.41 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 38.66 亿元。截至 2014 年底已投资 2.51 亿元。

斗门区黄杨河“一河两岸”综合开发项目

2013 年 6 月，华发集团与珠海市斗门区人民政府签署了《斗门区黄杨河“一河两岸”综合开发项目合作框架协议》，约定由华发集团作为合作方对黄杨河“一河两岸”综合开发项目（以下简称“一河两岸项目”）进行综合开发和建设。

一河两岸项目用地范围为黄杨大道至华发水郡，岸线总长约 20 公里（东岸线长约 10.8 公里，西岸线长约 9.2 公里），河岸、水面及沿河岸进伸 80~300 米范围，建设用地约 10 平方公里。

综合发展公司的子公司华发投资控股出资设立了珠海市华发河岸建设有限公司（以下简称“华发河岸”），由华发河岸负责对一河两岸项目进行开发建设。截至 2014 年底，一河两岸项目已经完成投资 1.85 亿元。

合作模式方面，华发集团在斗门区行政区划范围内的总投资约为 20 亿元（含融资成本），其中一河两岸项目安排 15 亿元，斗门镇项目安排 5 亿元。斗门区人民政府通过挂牌出让土地的方式募集资金，以支付华发集团投资成本及收益。根据上述合作框架协议，华发河岸向斗门区人民政府收取设计管理费（按项目设计费总金额 5%收取）、项目管理费（按项目建设总支出 2%计提），公司投资收益包括土地一级开发成本的 8%固定收益（计入开发总成本支付）和目标地块出让成交价超出双方协商的保底摘牌价部分扣除应上缴费用的 50%收益。目标地块成功出让后，斗门区人民政府的土地出让收入在扣除应上缴费用后，优先支付华发河岸的已投资款项。

另外，华发集团和高新区政府签订《珠海高新区主园区开发合作协议》，进行北围及TOD区域内的土地整理开发和基础设施建设；华发集团与珠海市富山工业园管理委员会政府签订了《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 5　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	24372.06	37138.04	44337.77	3506.77	3289.46	3162.39	6.95	11.29	14.02
管桩	2923.12	4673.62	7460.28	123.91	126.48	128.21	23.59	36.95	58.19
焦炭	21494.33	110626.99	97261.18	1239.58	1311.05	1025.64	17.34	84.38	94.83
燃料油			45013.84			5258.63			8.56
重质油			49833.85			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 6　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
燃料油	珠海泰富石油化工有限公司、苏州锦华石油有限公司、浙江富盛石化有限公司、珠海市东部锦发石油化工有限公司	货到付现款	珠海宝塔石化有限公司、中艺华海进出口有限公司	2 个月账期
重质油	厦门象屿物流集团有限责任公司、广西铁投冠信贸易有限公司	货到付现款	珠海市华峰石化有限公司	2 个月账期
进口铁矿砂	YYF ENTERPRISES LIMITED	90 天信用证	珠海鑫盛仓储有限公司	先款后货

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。2014 年，公司汽车销售实现收入 2.87 亿元。

5. 未来发展

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，提升板块的抗风险能力、可持续发展能力以及综合竞争实力。区域布局上，公司在深耕珠海的同时，将整合华发集团资源，扩大城市运营板块覆盖范围，实现 2~3 个异地城市突破。品牌建设上，公司计划通过区域标杆项目或者精品项目的打造，进一步提升品牌知名度和竞争力。

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

八、募集资金使用情况

公司于 2014 年 10 月发行 30 亿元“14 珠海华发 MTN001”，用于归还银行借款、补充营运资金和项目投资建设；于 2015 年 1 月发行 8 亿元“15 珠海华发 MTN001”，用于归还银行借款和补充营运资金；于 2015 年 3 月发行 7 亿元“15 珠海华发 MTN002”，用于补充营运资金。截至 2015 年 3 月底，“14 华发发展 MTN001”募集资金中 19.5 亿元已用于归还银行借款、补充营运资金和横琴国际金融大厦项目建设；“15 珠海华发 MTN001”募集资金 8 亿元已全部用于偿还银行借款和补充营运资金；“15 珠海华发 MTN002”募集资金中 1.5 亿元已用于补充营运资金。

九、财务分析

公司提供的 2014 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论，2015 年一季度财务数据未经审计。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，对财务数据可比性影响较小。

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 3 月底，公司合并资产总额为 466.31 亿元，所有者权益为 192.04 亿元（其中少数股东权益 29.84 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收 17.24 亿元，实现利润总额 1.80 亿元。

1. 盈利能力

受益于公司业务规模快速扩张，2014 年公司实现营业收入 83.89 亿元，同比增长 112.24%，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，同比增长 107.16%。

期间费用方面，2014 年，公司期间费用为 6.67 亿元，主要由管理费用和财务费用构成，期间费用率为 7.95%，较 2013 年上升 1.81 个百分点，但仍处于较低水平，显示公司期间费用控制能力较好。

2014 年，公司实现营业利润 9.73 亿元；公司营业外收入和支出规模不大，2014 年利润总额为 9.75 亿元，同比增长 111.45%。

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 2014 年分别为 19.54%、3.22%和 3.58%，较 2013 年分别增长 1.77 个、1.25 个和 1.66 个百分点。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.24 亿元，为 2014 年全年的 20.55%，营业利润率为 25.10%，利润总额为 1.80 亿元，为 2014 年全年的 18.43%。

整体看，跟踪期内，随着公司土地一级开发和商贸流通业务的不断开展，公司营业收入规模快速增长；公司期间费用率处于较低水平；公司总资本收益率和净资产收益率指标较低，公司盈利能力整体较弱但呈上升趋势。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014年公司经营活动产生的现金流入量为86.69亿元，同比增长36.46%，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3.21亿元，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，2013~2014年，公司现金收入比分别为79.32%和98.96%，2014年公司收入实现质量有所提高。2014年，公司经营活动现金流出100.50亿元，同比增长83.51%，增长主要来源于购买商品、接受劳务支付的现金和支付的各项税费，2014年经营活动现金流出中购买商品、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）。2013~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为8.76亿元和-13.81亿元，2014年经营活动现金大幅净流出主要系城市运营板块项目投入和对华发集团往来款增加所致。

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2014年投资活动现金流出48.83亿元，同比减少17.26%，其中购建固定资产、无形资产等长期资产支付的现金8.29亿元，同比减少92.88%，投资支付的现金40.50亿元（主要为发放委托贷款），同比增加262.21%。2014年，公司投资活动现金净流出31.31亿元。

筹资活动方面，2014年，公司筹资活动现

金流入144.73亿元，同比增长81.59%，其中吸收投资收到的现金3.99亿元（主要为股东增资），取得借款收到的现109.51亿元，发行债券收到的现金29.55亿元，收到其他与筹资活动有关的现金1.68亿元；筹资活动现金流出主要构成为偿还债务支付的现金35.15亿元，分配股利、利润或偿付利息支付4.95亿元和支付其他与筹资活动有关的现金51.11亿元（其中财务顾问费0.17亿元，使用受限货币资金2.70亿元和筹集资金往来48.25亿元）。2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额为53.52亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-8.88亿元，其中公司收到与支付其他经营活动有关现金流分别21.33亿元和21.57亿元，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8.97亿元（主要为收回投资收到的现金），筹资活动现金净流入38.13亿元。

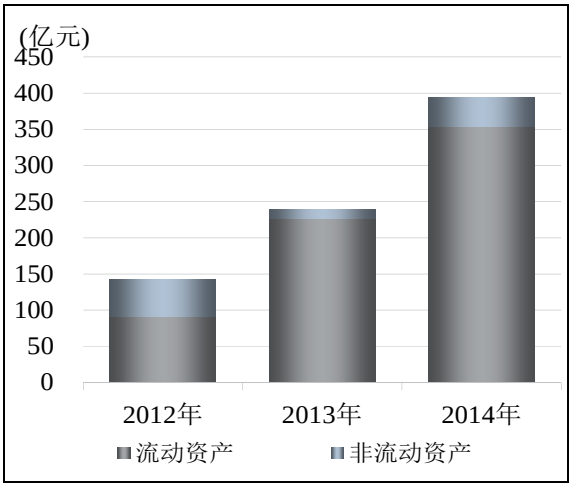
总体看，经营活动产生的现金流量净额波动较大，公司投资活动现金流出规模大，公司外部融资需求大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额合计 394.25 亿元，较 2013 年底增长 65.22%，增长主要来源于其他应收款、存货、投资性房地产和其他流动资产，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。

图 2　公司资产构成情况

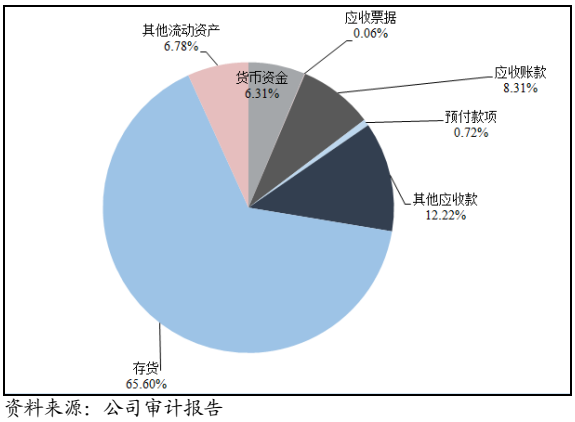


资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司流动资产合计 353.84 亿元，较 2013 年底增长 55.84%，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。

截至 2014 年底，公司货币资金为 22.32 亿元，较 2013 年底增长 72.91%，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。

图 3　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

截至 2014 年底，公司应收账款为 29.41 亿元，较 2013 年底增长 33.13%。从账龄看，账龄在 1 年以内的应收帐款占 99.12%，1~2 年的占 0.86%，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 7　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	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	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	1.23	1 年以内	货款

应有限公司			
广东省广弘华侨建设投资集团有限公司	1.15	1 年以内	货款
合计	**24.58**		

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。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 43.24 亿元，较 2013 年底增加 42.95 亿元，增长来源于与母公司华发集团往来款增加。从账龄看，账龄在 1 年以内的应收帐款占 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%，其中华发集团占用资金明显。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 8 截至 2014 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
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

截至 2014 年底，公司存货为 232.13 亿元，同比增长 22.37%，主要系公司城市运营板块开发规模不断扩大所致。存货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铧创投资贷款 15.00 亿元，十字门公司委托珠海华发集团财务有限公司向母公司华发集团贷款 9.00 亿元，公司委托贷款对象均为公司股东，回收风险较小。

截至2014年底，公司非流动资产合计40.41亿元，同比增长 249.28%，增长主要来源于投资性房地产。非流动资产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。

截至 2014 年底，公司长期股权投资为 2.96 亿元，较 2013 年底变化不大，具体构成如下表所示：

表 9 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 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。

截至 2014 年底，公司固定资产为 10.54 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 3 月底，公司资产总额为 466.31 亿元，较年初增长 18.28%，增幅主要来自货币资金、其他应收款、应收账款和存货。结构方面，流动资产占 91.41%，非流动资产占 8.59%，流动资产占比较年初有所上升。2015 年 1~3 月，公司其他应收款增加 51.42%，主要系公司资金归集至珠海华发集团财务有限公司所致。

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，关联方占用资金明显，公司资产质量一般，流动性一般。

负债及所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 190.97 亿元，较 2013 年底增加 9.07%，增长主要来源于实收资本和未分配利润，所有者权益中少数股东权益 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。珠海铧创股权投资有限公司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%，珠海铧创股权投资有限公司出资占 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 3 月底，公司所有者权益合计 192.04 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 162.20 亿元，少数股东权益 29.84 亿元，所有者权益具体构成较年初变化不大。

负债方面，截至 2014 年底，公司负债总额合计 203.28 亿元，较 2013 年底增长 219.94%，其中流动负债占 51.88%，非流动负债占 48.12%。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 105.46 亿元，较 2013 年底增长 128.32%，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，较 2013 年底增长 232.69%，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。

截至 2014 年底，公司应付账款为 62.16 亿元，较 2013 年底增长 356.48%，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 10　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
上海宝冶集团有限公司	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

截至2014年底，公司非流动负债合计97.83亿元，较 2013 年底增长 463.81%，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 3 月底，公司负债规模较年初

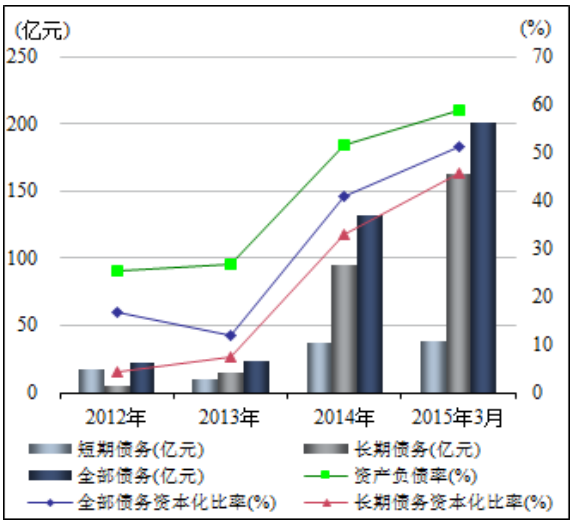
增长 34.92%，为 274.27 亿元，主要来自应付票据、长期借款和应付债券的增长。截至 2015 年 3 月底，公司长期借款余额 117.68 亿元；应付债券余额 44.78 亿元，较 2014 年底增加 14.92 亿元，主要系公司分别于 2015 年 1 月和 2015 年 3 月发行 8 亿元“15 珠海华发 MTN001”和 7 亿元“15 珠海华发 MTN002”所致。

截至 2014 年底，公司全部债务合计 131.64 亿元，较 2013 年底增长 448.94%，其中短期债务占 28.34%，长期债务 71.66%。

从负债指标看，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%，较 2013 年底分别增长 25.55 个、27.39 个和 24.93 个百分点。

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务合计 200.68 亿元，其中长期债务 162.46 亿元，长期债务占比进一步增加，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 58.82%、51.10%和 45.83%，公司债务负担大幅上升。

图 4　2012~2015 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，跟踪期内，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，公司整体债务负担一般。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率波动下降，2013年~2015年3月底分别为491.59%、335.54%和393.66%，速动比率持续上升，2013年~2015年3月底分别为80.87%、115.41%和172.63%。公司经营活动净现金流波动较大，2014年经营活动流动负债比为-13.10%。考虑到公司短期债务规模不大，公司短期支付压力不大。

从长期偿债能力指标看，2014年公司EBITDA为14.20亿元，同比增长156.91%，受公司债务规模快速增长影响，公司2014年全部债务/EBITDA为9.27倍，较2013年大幅上升。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，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保总额合计 85.71 亿元，担保比率为 44.63%，主要为以自有土地为母公司华发集团提供的担保。公司对外担保规模较大，存在一定的或有风险。

表 11　公司截至 2015 年 3 月底对外担保情况

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 地块二押为珠海铧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 3 月珠海华发集团有限公司向平安银行贷款 11.45 亿元、华金金融（国际）控股有限公司向平安银行贷款 2000 万美元、香港华发投资控股有限公司向平安银行贷款 7000 万美元、珠海华发商贸控股有限公司向平安银行开具承兑汇票 7813 万元。
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 3 月底，公司共获得各商业银行授信额度 153.40 亿元，尚未使用额度 53.24 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 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5月12日，公司无未结清不良和关注类贷款，过往债务履约情况良好。

6. 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。

十、存续期内债券偿债能力

截至 2015 年 3 月底，公司存续期内中期票据为“14 珠海华发 MTN001”、“15 珠海华发 MTN001”和“15 珠海华发 MTN002”，共发行 45 亿元。

“14 珠海华发 MTN001”发行总额 30 亿元，于 2019 年到期偿还。2014 年，公司经营活动产生的现金流入量、经营活动净现金流及 EBITDA 分别为“14 珠海华发 MTN001”本金的 2.89 倍、-0.46 倍和 0.47 倍。

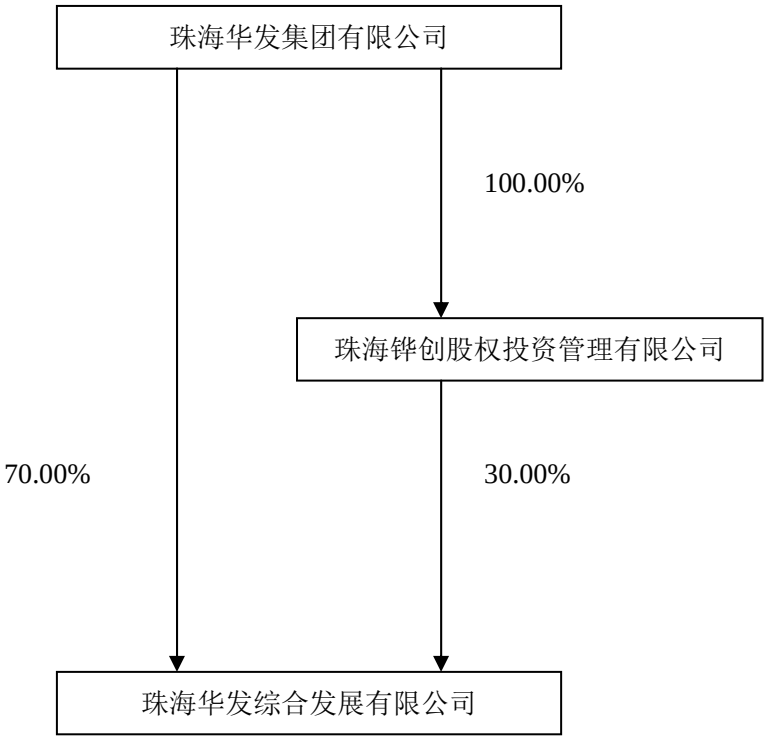
“15 珠海华发 MTN001”和“15 珠海华发 MTN002” 发行总额 15 亿元，于 2020 年到期偿还。2014 年，公司经营活动产生的现金流入量、经营活动净现金流及 EBITDA 分别为“15 珠海华发 MTN001”和“15 珠海华发 MTN002”本金总额的 5.78 倍、-0.92 倍和 0.95 倍。

公司经营活动现金流入量对存续期中期票据保障能力尚可。

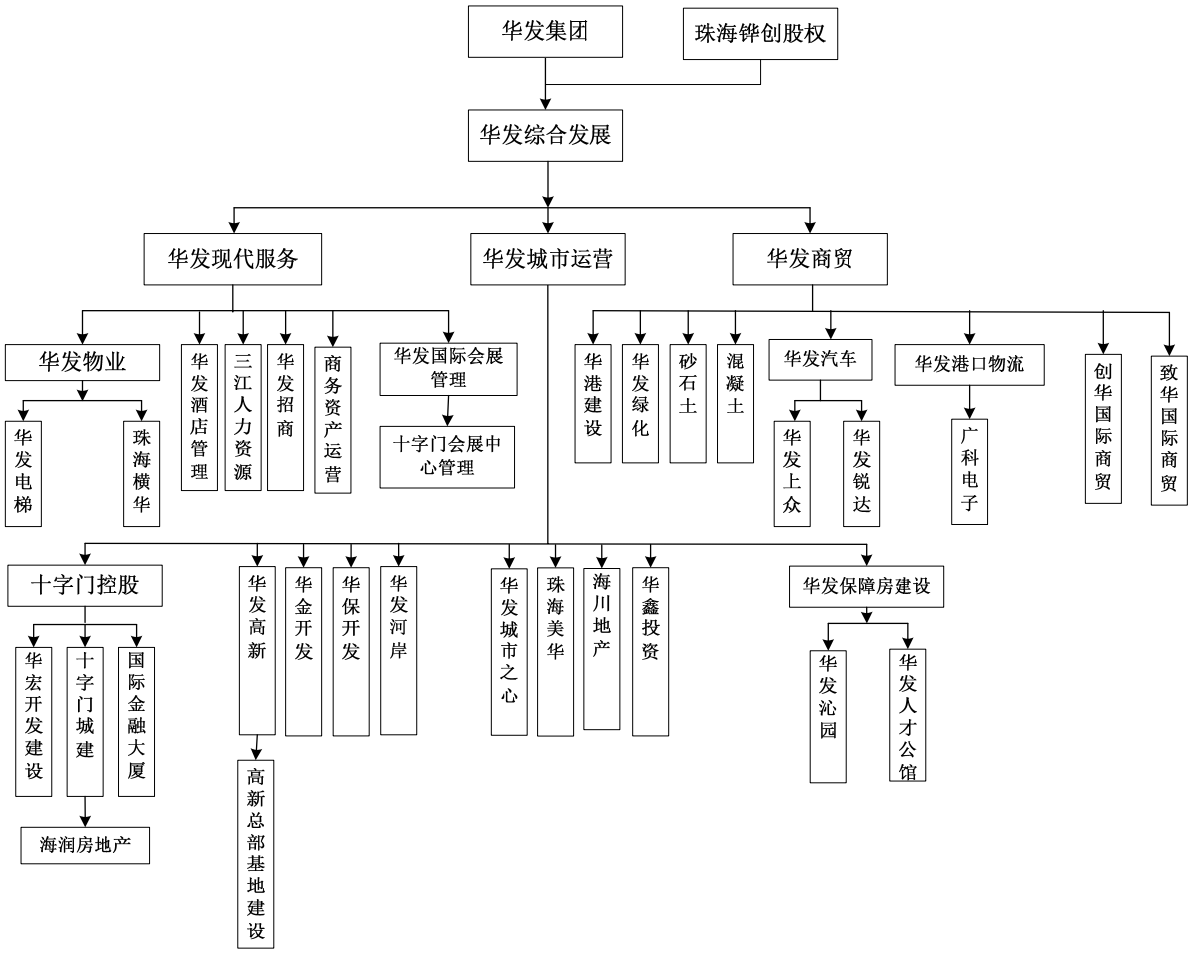
十一、结论

综合考虑，联合资信维持珠海华发综合发展有限公司AA^{+}的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14珠海华发MTN001”、“15珠海华发MTN001”和“15珠海华发MTN002”的AA^{+}信用等级。

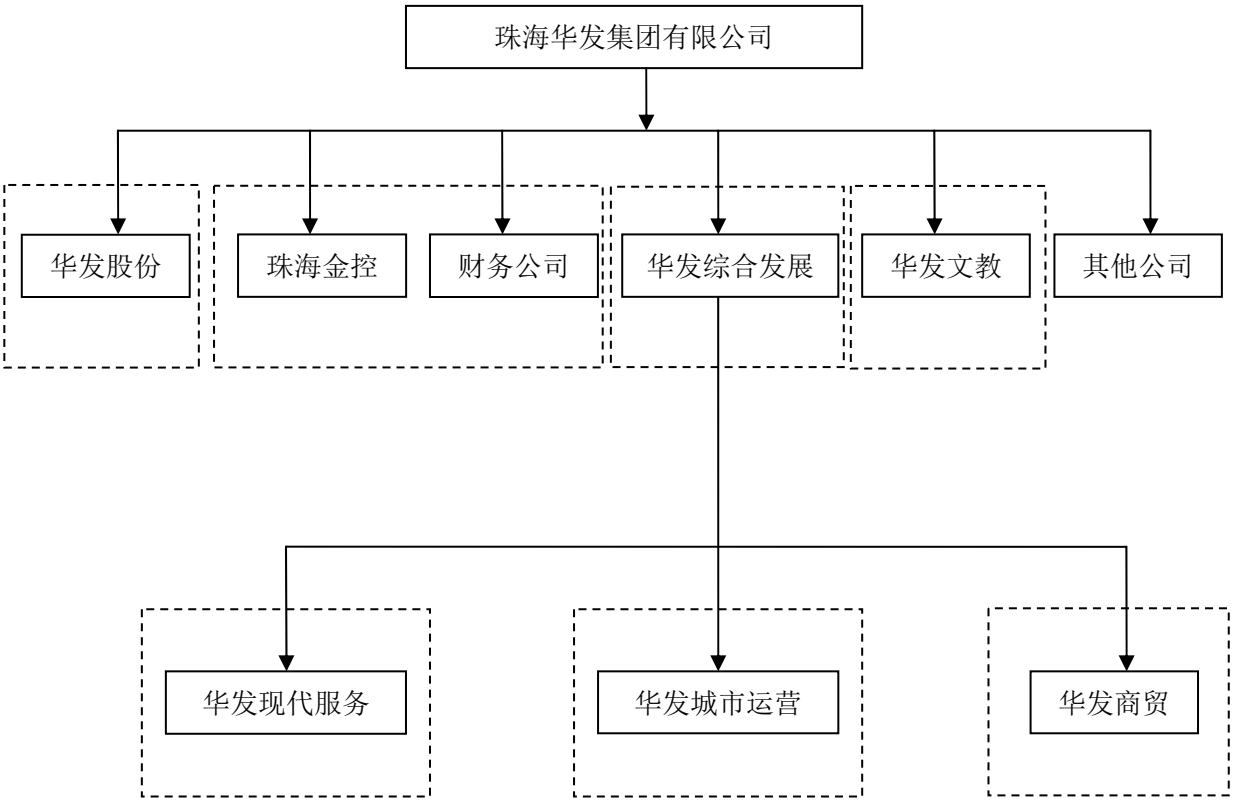
附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 1-3　母公司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 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.18	12.91	22.51	64.50
资产总额(亿元)	142.62	238.62	394.25	466.31
所有者权益(亿元)	106.59	175.08	190.97	192.04
短期债务(亿元)	16.90	9.76	37.31	38.23
长期债务(亿元)	4.70	14.22	94.33	162.46
全部债务(亿元)	21.60	23.98	131.64	200.68
营业收入(亿元)	20.28	39.53	83.89	17.24
利润总额(亿元)	0.34	4.61	9.75	1.80
EBITDA(亿元)	0.51	5.53	14.20	--
经营性净现金流(亿元)	-4.89	8.76	-13.81	-8.88
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	61.73
营业利润率(%)	9.80	17.77	19.54	25.10
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	45.83
全部债务资本化比率(%)	16.85	12.05	40.80	51.10
资产负债率(%)	25.26	26.63	51.56	58.82
流动比率(%)	325.31	491.59	335.53	393.66
速动比率(%)	87.59	80.87	115.41	172.63
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	--

注：公司成立于 2012 年，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(新准则)

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%

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　主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。