跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1330 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”、“15 珠海华发 MTN002”和“15 珠海华发 MTN003” AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十九日

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	2015/01/23-2020/01/23	AA^+	AA^+
15 珠海华发 MTN002	7 亿元	2015/03/11-2020/03/11	AA^+	AA^+
15 珠海华发 MTN003	28 亿元	2015/12/14-[1]	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 19 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元）	12.91	22.51	49.71	74.26
资产总额(亿元)	238.62	394.25	526.81	613.22
所有者权益(亿元)	175.08	190.97	227.35	228.65
长期债务(亿元)	14.22	94.33	156.83	196.50
全部债务(亿元)	23.98	131.64	215.50	305.66
营业收入(亿元)	39.53	83.89	102.70	22.53
利润总额(亿元)	4.61	9.75	9.54	2.68
经营性净现金流（亿元）	8.76	-13.81	-8.26	-8.81-
EBITDA(亿元)	5.53	14.20	22.21	--
营业利润率(%)	17.77	19.54	19.37	27.26
净资产收益率(%)	1.92	3.58	2.85	--
资产负债率(%)	26.63	51.56	56.84	62.71
全部债务资本化比率(%)	12.05	40.80	51.95	60.37
流动比率(%)	491.59	335.53	275.04	327.47
全部债务/EBITDA(倍)	4.34	9.27	9.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.46	2.18	1.25	--
经营现金流动负债比(%)	18.97	-13.10	-5.07	--

注：公司成立于 2012 年，并于 2013 年 12 月进行重组，故 2013 年财务数据为基于子公司的模拟值；公司 2016 年第一季度财务数据未经审计；公司超短期融资券已调整至短期债务核算，资产支持证券、永续中期票据已调整至长期债务核算。

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。跟踪期内，公司外部发展环境良好，持续获得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”）关注到公司债务规模快速增长，未来投资规模大，存在一定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。综合考虑，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”、“15珠海华发MTN002” 和“15珠海华发MTN003” 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. 公司作为珠海市城市综合服务开发商，负责的基础设施开发建设运营项目覆盖了珠海市主要行政区和功能区，获得母公司和珠海市政府的大力支持。
3. 受益于土地一级开发业务和大宗商品批发业务发展，跟踪期内公司营业收入增长较快；未来保税区二期、金湾区航空城、高新区北围等项目的开发和土地出让有望持续支撑公

[1] 15 珠海华发 MTN003 赎回前长期存续

分析师

刘珺轩　刘　博

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

司收入稳定增长。

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，债务负担呈大幅加重趋势。
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、评级人员与绵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。

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 2016 年 3 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 2015 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 2015 年底，公司合并资产总额为 526.81 亿元，所有者权益为 227.35 亿元（其中少数股东权益 30.98 元）；2015 年，公司实现营业收入 102.70 亿元，实现利润总额 9.54 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 613.22 亿元，所有者权益为 228.65 亿元（其中少数股东权益 31.06 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收 22.53 亿元，实现利润总额 2.68 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015

年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并

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健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

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

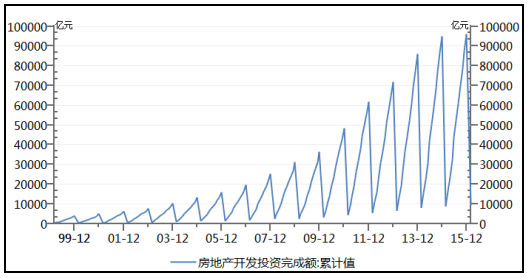
整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（2） 地产物业板块

2015 年以来，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，房地产开工面积增速和房地产投资增速依然地位徘徊，全国房地产市场区域分化严重，国房景气指数低位震荡。随着大量利好政策逐步出台，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，市场难以呈现爆发式增长。

房地产开发方面，2015 年，全国房地产开发投资额增速较上年继续回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，较上年增长 1.0%。其中，住宅投资 6.46 万亿元，占房地产开发投资总额的 67.3%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中，住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

图 1 房地产开发投资完成额

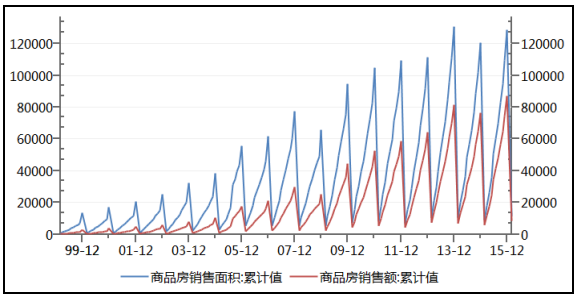


资料来源：Wind 资讯

房地产销售方面，在政策不断利好的刺激

下，全国整体的房地产销售情况温和回暖。2015 年，全国商品房销售面积和销售额同比均有所增长。全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%；销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。房地产供求对比方面，2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价下行压力较大。

图 2　商品房销售面积与销售额



资料来源：Wind 资讯

宏观调控政策方面，2015 年国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。从相关数据来看，2016 年 1~2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增长 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1~2 月，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来中国房地产市场有所回暖。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程

度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。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

国际贸易

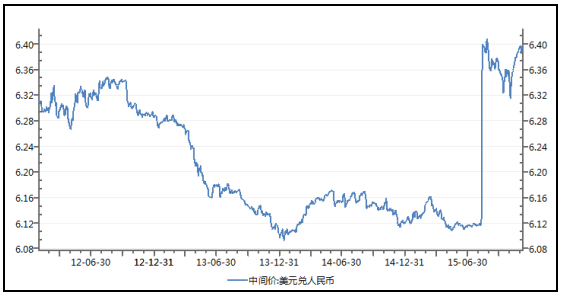
2015 年，国际经济总体复苏乏力，导致全球贸易进入深度调整期，WTO 公布数据显示，按美元计价，2015 年前 10 个月，全球出口值下降幅度超过 11%，是自 2009 年全球金融危机后再次出现下降。WTO 于 2016 年 4 月 7 日表示，2016 年全球贸易将增长 2.8%，低于前次预估的 3.9%增长。

全球外贸环境的调整抑制了中国出口增长；同时，全球大宗商品价格大幅下跌，使得中国大宗商品进口平均价格连续下降，加上中国经济发展进入新常态，大宗商品进口量也放缓，2015 年中国进口值下降；此外，加上价格下降、要素成本持续快速上升等因素叠加，中国外贸形式复杂。2015 年全国进出口总值 3.96 万亿美元，同比下降 8%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%；贸易顺差 5945.04 亿美元，扩大 55.4%。

近年来，中国进出口中贸易方式构成逐渐改变，一般贸易比重超过加工贸易并不断上升。2015 年，中国一般贸易出口 1.22 万亿美元，同比增长 1.2%。占同期外贸出口 53.5%；加工贸易出口 0.80 万亿美元，同比下降 9.8%，占同期外贸出口的 35%；按人民币计价，当年中国一般贸易进出口值 13.29 万亿元，同比下降 6.5%，占进出口总值的 54%，所占比重较上年提升 0.3 个百分比，其中出口增长 2.2%。相对加工贸易而言，具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高，一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

由于中国出口贸易主要是劳动密集型产品为主，资本和技术密集型产品比重较小。以贬值为主基调的人民币汇率政策在一定程度上保护低经济效益的出口企业。出口商品的价格相对较低的优势不断引起了中国与贸易伙伴国的贸易摩擦；连续多年的顺差及巨额的外汇储备引起国际上对人民币升值的强烈压力。2013 年美元兑人民币迅速下行，2014 年至 2015 年 6 月保持在低位波动，但自 2015 年 8 月 11 日，自中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来，美元兑人民币汇率出现大幅贬值，截至 2016 年 3 月底，美元兑人民币汇率为 6.55。在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

图 3 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

国内贸易

近几年中国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2015 年，国民经济运行缓中趋稳，结构调整稳中有进，转型升级势头良好，国内生产总值 67.7 万亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，扣除价格因素，实际

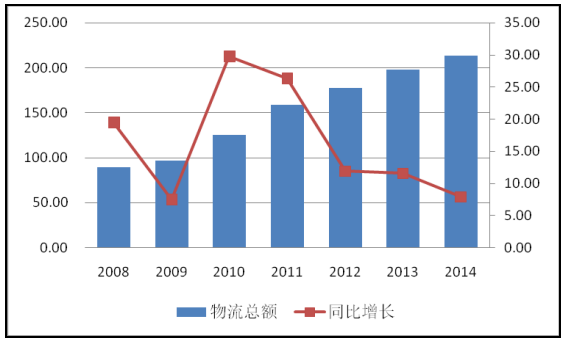
增长10.6%。2015年全国网上零售额3.9万亿元，同比增长33.3%，其中实物商品网上销售额3.2万亿，增长31.6%，占同期社会消费品零售总额的12.9%。2016年1-5月，中国实现社会消费品零售总额12.9万亿元，同比增长10.2%，增速较上半年加快0.1个百分点。

整体看，中国经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

物流行业

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，2015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。2015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4　中国物流总额及增长率 (单位：万亿、%)



资料来源：wind资讯

2015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《关于中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珠澳地区发展的重点，而位于横琴岛中心的十字门中央商务区是重点中的中心，十字门中央商务区将是珠港澳区域经济联动、协调发展的核心展示区，也是珠港澳面向世界的一张名片。公司作为十字门中央商务区的城市运营商，其基础设施建设的战略意义尤为重要。

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

珠海市区域经济及财政实力

根据珠海统计信息网公布的《2015 年珠海市经济运行简况》，2015 年珠海地区生产总值 2024.98 亿元，同比增长 10.0%，增速居广东省首位；三次产业的比重由上年的 2.6:51.1:46.3 调整为 2.3:49.7:48.0，与上年相比，第三产业比重提升 0.6 个百分点。

2015 年，珠海市工业生产增幅攀升，规模以上工业增加值增长 9.6%。工业继续向高端化方向发展，先进制造业、高技术制造业增加值占规模以上工业的比重分别达 49.6%和 27.3%。从六大支柱产业看，电子信息、生物医药、精密机械制造和电力能源业增长较快，同比分别增长 20.5%、15.7%、14.9%和 12.9%，增速高于珠海市平均水平；而石油化工和家电电气业仅为个位数增长。

对外贸易出口低迷，珠海市 2015 年外贸进出口总额 2962.05 亿元，同比下降 12.2%。其中，出口 1794.84 亿元，增长 0.7%；进口 1167.21 亿元，下降 26.7%。结构上看，加工贸易为代表的劳动密集型产品出口优势逐步下降，原油和大宗商品价格的下跌对珠海市进口造成较大影响。

2015 年，珠海市完成固定资产投资 1305.14 亿元，比上年增长 15.0%，增速连续四年居珠三角地区首位。分产业看，工业投资 258.69 亿元，下降 6.3%；房地产开发完成投资 524.12 亿元，同比增长 35.0%；基础设施投资同比增长 13.0%。

财政方面，2015 年全市一般公共预算收入 269.96 亿元，比上年增长 17.2%。其中，税收收入 210.65 亿元，增长 15.7%。

“十三五”期间，珠海市将全面推进城市西拓，以高快速路为骨架，完善“五横两纵”内部交通路网，加快轨道交通及公共交通建设，将西部建设成为港珠澳大桥辐射大西南的主平台，科学控制开发强度，高水平推进 30.4 平方公里起步区建设，提升城市服务功能，到 2020 年初步建成容纳百万人口的生态宜居示范新城。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 2016 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. 企业竞争力

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. 股东支持

跟踪期内，作为母公司华发集团旗下的城市综合服务主体，公司持续获得珠海市政府和母公司股权划拨以及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。

股权划转

根据《关于无偿划转珠海情侣海岸建设有限公司等企业股权的处理意见》，（珠国资【2015】432号），珠海市国资委同意将珠海华发商贸控股有限公司持有的珠海华港建设投资有限公司100%股权无偿划转至珠海华发文教旅游产业发展有限公司（以下简称"珠海华发文教旅游"），珠海华发文教旅游将所持有的珠海华发华盛建设有限公司、珠海华发华毓投资建设有限公司、珠海华昕开发建设有限公司100%股权无偿划转给公司子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司，并将珠海华发港口物流有限公司持有的珠海华发高新港口物流有限公司50%的股权无偿划转给珠海华昕开发建设有限公司。上述股权无偿划转事宜合计使公司资本公积增加1.02亿元，划转基准日为2014年12月31日。（根据同一控制下企业合并准则要求，视同珠海华发华盛建设有限公司、珠海华发华毓投资建设有限公司、珠海华昕开发建设有限公司和珠海华发高新港口物流有限公司自2014年1月1日纳入公司合并范围）。

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"）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%。2013~2015年及2016年1~3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12.19亿元、31.43亿元、22.46亿元和6.00亿元，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。

公司子公司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），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）。华金开发享有该地区可出让经营性用地的土地增值收益分成（30%）。项目已于2013年下半年开工。2015年，金湾航空新城土地一级开发实现营业收入15.72亿元，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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在高层管理人员、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"华发现代服务"）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"华发城市运营"）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39.23亿元、82.91亿元和99.73亿元。业务构成方面，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、停车场业务和混凝土销售等；其中 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，2015 年分别占主营业务收入的 38.28%和 53.37%；随华发集团持有物业增加，公司物业服务收入持续增长，2015 年实现 3.63 亿元，占主营业务收入的 3.64%；受销量下滑影响，2015 年公司实现汽车销售业务收入 2.28 亿元，同比下降 20.58%。

毛利率方面，公司物业服务业务毛利率近三年波动上升，2015 年为 22.43%，同比有所下降主要系会展中心及华发酒店业务于 2015 年投入运营，公司初始管理成本较高所致；公司近三年土地一级开发业务毛利率保持较高水平，2015 年为 50.11%，同比有所下降系出让地块地理位置不同、价格及成本结构不同所致；2015 年大宗商品批发业务毛利率为 1.19%，较 2014 年变化不大，毛利率水平较低主要系公司控制贸易风险，调低盈利预期所致；2013~2015 年公司主营业务毛利率分别为 19.87%、22.00%和 21.12%。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 22.22 亿元，占 2015 年全年的 22.28%。2016 年 1~3 月，公司主营业务毛利率 30.49%，较 2015 年全年水平有所上升主要系毛利率较低的大宗商品批发业务收入占比有所下降所致。

表 1　2013~2015 年及 2016 年 1~3 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			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
物业服务	20369.04	28759.05	36339.15	7635.63	21.48	25.14	22.43	12.85
汽车销售	28481.92	28677.27	22776.04	5773.52	8.73	6.14	8.75	12.48
土地一级开发	121944.13	314279.16	381730.39	118958.56	51.25	52.67	50.11	52.52
工程施工	4637.48	486.56	353.25	39.95	91.14	17.37	3.44	12.32
大宗商品批发	214179.05	439463.48	532300.08	83170.04	2.09	1.19	1.19	1.74
租赁收入	--	1649.52	4859.62	668.47	--	87.99	61.52	-161.45
停车场收入	--	1985.31	2134.73	0.00	--	14.89	-10.17	0.00
混凝土销售	761.22	11355.69	11857.69	0.00	-4.08	4.37	-2.93	0.00
其他	1916.99	2489.23	4966.65	5956.44	-3.86	13.74	8.46	53.83
合计	**392289.84**	**829145.27**	**997317.60**	**222202.61**	**19.87**	**22.00**	**21.12**	**30.49**

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 2015 年底，华发物业进行物业服务的物业面积达 2873.25 平方米，其中内部项目物业管理面积 914.20 万平方米，外部项目物业管理面积 1959.05 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，2015

年实现收入 3.63 亿元，较 2014 年增长 26.36%。2016 年 1~3 月，物业管理业务收入为 0.76 亿元，占 2015 年全年的 21.01%，受部分物业管理收入需年末结算影响，毛利率低于 2015 年全年水平。

（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，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，2015 年公司实现租赁收入 0.49 亿元，同比增长 194.61%。公司停车场收入系大巴站场、城轨地下停车场停车费，2015 年实现停车场收入 0.21 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”，以下简称“华发城市运营”）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城市运营的子公司十字门公司负责。

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。十字门公司 2015 年全年实现营业收入 23.13 亿元，净利润 6.84 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。2015 年，出让横琴片区土地 4 宗，湾仔片区土地 1 宗，出让面积 63.34 万平方米，确认营业收入 22.46 亿元。2016 年 1~3 月，十字门区域出让土地 13.18 万平方米，实现土地分成收入 6.00 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，截至 2016 年 4 月底，十字门中央商务区横琴片区和湾仔片区土地青苗补偿已完成，正在进行市政基础设施建设。

重点建设项目包括会展商务组团一期、横琴国际金融中心大厦及横琴金融产业服务基地，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，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）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。截至 2016 年 3 月底，公司十字门中央商务区在建项目 218.00 亿元，公司已投资 136.57 亿元。2016~2018 年，公司预计分别投资 33.99 亿元、27.04 亿元和 17.13 亿元。

表 2　公司十字门中央商务区在建城市运营项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2016 年 3 月底已投资	计划投资额			
			2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
十字门中央商务区土地一级开发	84.00	46.50	17.85	10.15	6.23	3.37
会展商务组团	87.00	73.54	8.60	4.86	--	--
横琴国际金融大厦	40.00	10.19	6.88	12.03	10.90	--
横琴金融街	7.00	6.34	0.66	--	--	--
合计	**218.00**	**136.57**	**33.99**	**27.04**	**17.13**	**3.37**

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、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
出让面积	94.00	12.43	35.94	19.11	48.76
返还金额	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，截至 2016 年 3 月底，公司已投资 136.57 亿元，土地出让收入 82.32 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。

（2）保障房建设

公司保障房建设业务由华发城市运营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，项目由政府委托给公司，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，商业部分可租可售；2012 年 10 月 23 日正式开工建设，目前项目已验收，2020 年开始销售商业物业，回收期约 8 年。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，目前主体结构已封顶，砌体已完成，准备进入室内装修阶段，计划 2021 年开始销售商业物

业，项目回收期约 10 年。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》；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》。三个代建保障房项目均由华发保障房出资建设，政府在约定时间内支付项目总投资，华发保障房享有约定比例的利润分成和约定费率的管理费。

表 4　公司代建保障房项目投资及收益情况（单位：亿元）

项目名称	截至 2016 年 3 月底投资额	已收到投资利润和管理费	已收到回购款	收益方式
金山花园三期危房改造项目	2.06	0.11	1.96	金湾区人民政府在任一项目竣工验收移交后 6 个月内支付该建设项目总投资；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
安怡花园项目	0.54	0.03	0.00	
连湾新村三期项目	0.40	0.01	0.15	平沙镇政府在项目竣工验收移交后 6 个月内支付项目建设成本（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

资料来源：公司提供

（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 5　公司非十字门商务区在建项目开发情况（单位：亿元）

项目名称	预计完工时间	总投资	截至 2016 年 3 月底投资额	预计投资			
				2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
金湾航空城	2018 年	35.00	16.96	7.00	7.00	4.04	--
保税区二期	2019 年	20.00	6.72	7.00	6.28	--	--
横琴创意谷	2016 年	10.00	5.84	4.16	--	--	--
高新区北围	2023 年	156.84	14.77	17.82	23.15	39.02	9.10
合计		**221.84**	**44.29**	**35.98**	**36.43**	**43.06**	**9.10**

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城市运营共同出资设立了华金开发，其中铧创股权投资持股 40%，华发城市运营持股 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 2016 年 3 月底，金湾区航空城项目已投资 16.96 亿元。2015 年，金湾航空城项目出让土地 2 宗，确认土地出让收入 15.72 亿元。预计 2016~2019 年土地出让收入 47.89 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 2016 年 3 月底，保税区二期项目已投资 6.72 亿元。预计于 2016 年开始出让土地，预计 2016~2020 年土地出让收入 29.97 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 2016 年 3 月底已投资 5.84 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与珠海（国家）高新技术产业开发园区管理委员会签订《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 2016 年 3 月底，该项目已投资 14.77 亿元，2016~2019 年计划投资 89.09 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 2016 年开始公司将逐年获得土地分成收益。预计 2016~2020 年可产生土地分成收入 131.63 亿元。

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。以上两个项目均由公司作为运营主体。

另外，由原公司控股子公司珠海市海川地产有限公司（以下简称“海川地产”）负责开发建设的上冲车辆基地 TOD 项目总投资 24.30 亿元，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、城市广场等。2016 年 3 月 29 日，珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）通过珠海产权交易中心以现金增资方式获得海川地产增资扩股后的 49.75%的股权，调整完成后，公司通过子公司华发城市运营持有海川地产 49.75%的股权，华发股份持有海川地产 49.75%的股权，海川地

产纳入华发股份合并报表范围，海川地产开发的上冲 TOD 未来荟项目建设、开发、销售等工作委托并授权给华发股份行使，公司按照所持海川地产股权比例获得分红。

整体看，公司城市运营板块业务覆盖珠海市主要行政区和功能区，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。公司贸易品种品种涵盖钢材、管桩、焦炭、煤炭、燃料油等产品，贸易品种结构变动较大，2015 年，公司主要采购的商品为燃料油、煤炭、化工产品及钢材，采购量分别为 57.10 万吨、14.57 万吨、21.90 万吨和 9.03 万吨。2013~2015 年，公司大宗商品批发业务收入分别为 21.42 亿元、43.95 亿元和 53.23 亿元，业务毛利率分别为 2.09%、1.19%和 1.19%。

公司贸易双方均为行业中规模较大企业，信誉度较高，公司各类商品贸易的结算方式根据实际客户情况及交易品种不同有一定差异，2015 年预付上游采购款和以银行承兑汇票支付上游采购款有所增多，主要结算方式情况如表 8 所示。公司一般对国内上游供货方采取货到付现款的方式结算，对进口贸易中国外供货方采用 90 天信用证的结算方式。对于下游采购方，建材及焦炭区分体系内和体系外两种结算方式，对体系内采取月结的方式，体系外采取现款结算。油料类一般为月结，进口铁矿砂贸易采取先款后货的形式结算。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 6　公司主要大宗商品采购情况（单位：元/吨，万吨）

商品	采购平均单价				采购数量			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
钢材	3666	3022	2838	--	11.78	14.02	9.03	--
管桩	138	--	--	--	35.74	--	--	--
焦炭	1517	1011	--	--	91.04	94.83	--	--
煤炭	917	--	383	314	11.57	--	14.57	2.05
燃料油	5893	5200	4771	3594	6.09	8.56	57.10	14.88
重质油	--	4698	--	--		10.49	--	--
进口铁矿砂	--	562	472	--		76.46	21.90	--
化工产品	--	--	7976	4970		--	7.94	1.36
铜	--	--	39895	7706		--	4.73	3.35
液化气	--	--	--	3270	--	--	--	2.00

资料来源：公司提供

注：部分批发商品数量较少、收入规模较小或无业务持续性，未在本表列示。

表 7　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、珠海市东部锦发石油化工有限公司	货到付现款	珠海宝塔石化有限公司、中艺华海进出口有限公司	月结
重质油	厦门象屿物流集团有限责任公司、广西铁投冠信贸易有限公司	货到付现款	珠海市华峰石化有限公司	月结
进口铁矿砂	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。华发汽车合计拥有 3 家店面，其中本部店面销售进口汽车，2 家分公司珠海市华发上众汽车有限公司和珠海市华发锐达汽车有限公司分别经营上海大众和斯柯达品牌两个品牌的汽车销售和维修。2015 年公司汽车销售实现收入 2.28 亿元，占公司主营业务收入的 2.28%，较 2014 年下降 20.58%，汽车销售量主要受汽车行业市场化程度较高，竞争加剧影响有所下滑。

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，拟建项目见表 8。公司拟建项目总投资 30.73 亿元，2016~2018 年公司预计分别投入 5.62 亿元、8.71 亿元和 9.18 亿元。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。

表 8　截至 2016 年 3 月底公司拟建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设内容	预计建设期	总投资	已投资	未来投资计划			
						2016	2017	2018	2019
1	珠海国际会展中心城市绸带二期	项目位于珠海十字门中央商务区内，项目定位为以特色餐饮、精品购物及休闲娱乐为主，兼顾商务与	2016~2017	29000	3871	10322	14807	--	--

		酒店配套的区域特色商业项目。							
2	金湾航空新城国际商务中心项目	项目位于珠海金湾航空新城内，建设内容包括写字楼、酒店、公寓及商业配套设施。	2016~2019	195000	27100	29250	39000	58500	41150
3	拱北口岸综合商务中心	项目位于拱北口岸改扩建入境联检楼与城轨珠海站之间，主要功能包括：海关、边检部门的办公、查验场所以及酒店、商业设施。	2017~2018	83264	--	16654	33305	33305	--
合计				**307264**	**30971**	**56226**	**87112**	**91805**	**41150**

资料来源：公司提供

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。

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、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；于 2015 年 12 月发行 28 亿元“15 珠海华发 MTN003”，用于偿还银行借款和支付项目回购款。截至 2016 年 4 月底，“14 华发发展 MTN001”募集资金中 25.09 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；“15 珠海华发 MTN003”募集资金中 22.21 亿元已用于偿还银行借款和支付项目回购款。

九、财务分析

公司提供的 2014~2015 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。公司提供的 2016 年第 1 季度财务数据未经审计。

2015 年，公司新增珠海华熠开发建设有限公司、珠海华发高新港口物流有限公司、珠海华昇开发建设有限公司等 5 家纳入合并范围的子公司，同时珠海华港建设有限公司不再纳入合并范围。截至 2015 年底，纳入合并范围的子公司合计 47 家。2016 年一季度，公司原子公司海川地产因股权转让不再纳入合并范围。跟踪期内公司合并范围变化较大，对财务数据的可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 526.81 亿元，所有者权益为 227.35 亿元（其中

少数股东权益 30.98 元）；2015 年，公司实现营业收入 102.70 亿元，实现利润总额 9.54 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 613.22 亿元，所有者权益为 228.65 亿元（其中少数股东权益 31.06 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收 22.53 亿元，实现利润总额 2.68 亿元。

1. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入年均复合增长 61.19%，2015 年为 102.70 亿元，营业收入以土地一级开发和大宗商品批发收入为主；营业成本近三年年均增长 60.21%，增速略低于同期收入增长，2015 年为 81.38 亿元。

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，由于公司近年业务规模扩大和债务规模上涨带来的管理费用和财务费用上涨，2013~2015 年公司期间费用率分别为 6.14%、7.95%和 10.59%，呈持续增长趋势。公司期间费用控制能力有待加强。

公司营业外收入和支出规模不大，2015 年分别为 533.21 万元和 58.74 万元。2013~2015 年公司分别实现利润总额 4.61 亿元、9.75 亿元和 9.54 亿元。

盈利指标方面，公司营业利润率有所增长、总资本收益率持续增长、净资产收益率近三年呈波动趋势。加权平均值分别为 18.89%、3.12%和 2.78%，2015 年分别为 19.37%、4.18%和 2.85%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.53 亿元，同比增长 30.68%，营业利润率为 27.26%，利润总额为 2.68 亿元。

整体看，跟踪期内，随着公司土地一级开发和大宗商品批发业务的不断开展，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，公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013~2015年，公司经营活动产生的现金流入量增长较快，年均复合增长率32.86%。2015年，公司经营活动产生的现金流入量为112.14亿元，其中购买商品、提供劳务收到的现金为108.79亿元，收到其他与经营活动有关的现金3.21亿元，构成主要为往来款。从收入实现质量指标看，2013~2015年，公司现金收入比分别为79.32%、98.96%和105.93%，收入实现质量不断提高。2013~2015年，公司经营活动现金流出增长较快，且增速快于经营活动现金流入，年均复合增长率48.27%。2015年，公司经营活动现金流出120.40亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金106.03亿元，支付其他与经营活动有关的现金为5.52亿元（主要为往来款）。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为8.76亿元、-13.81亿元和-8.26亿元。

从投资活动来看，2013~2015年公司投资活动现金流入快速增长。2015年，公司投资活动现金流入42.10亿元，较2014年增长140.32%，构成以收回投资产生的现金为主，主要为收回委托贷款。公司近三年投资活动现金流出持续减少，2015年投资活动现金流出65.12亿元，主要为购置固定资产、无形资产支付的现金19.64亿元和投资支付的现金45.44亿元（主要为发放委托贷款）。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-58.87亿元、-31.31亿元和-23.01亿元。

2013~2015年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-50.11亿元、-45.12亿元和-31.27亿元，公司对外筹资需求大。

筹资活动方面，2013~2015年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长70.48%。2015年公司筹资活动现金流入231.63亿元，其中吸收投资收到的现金1.03亿元（为子公司吸收少数股东投资），发行债券取得的现金45.92亿元、取得借款收到的现金154.26亿元和收到其他与筹资活动有关的现金30.42亿元（主要为发行ABS证券和收到借款取得的现金）；筹资活动现金流出主要构成为偿还债务支付的现金

119.61亿元，分配股利、利润或偿付利息支付15.95亿元和支付其他与筹资活动有关的现金36.77亿元。2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为50.15亿元、53.52亿元和59.31亿元。

2016年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-8.81亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金24.37亿元，现金收入比108.16%，公司收到与支付其他经营活动有关现金流分别为0.70亿元和1.49亿元，主要为往来款；投资活动2016年第一季度无现金流入，流出为52.37亿元，主要为投资支付的现金。筹资活动现金流入109.27亿元，主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流量净额24.96亿元。

总体看，跟踪期内，经营活动产生的现金流量净流出持续扩大，公司投资活动现金流出规模大，公司对外部融资需求较强。

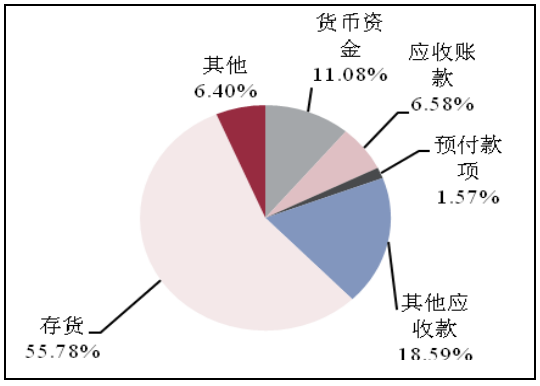
3. 资本及债务结构

资产

2013~2015 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 48.58%。截至 2015 年底，公司流动资产占 85.14%，非流动资产占 14.86%，公司资产以流动资产为主。

2013~2015 年，公司流动资产增长较快，年均复合增长 40.55%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 448.52 亿元，同比增长 26.76%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 11.08%）、应收账款（占 6.58%）、其他应收款（占 18.59%）和存货（占 55.78%）构成。

图 5　截至 2015 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金年均复合增长 96.19%，截至 2015 年底，公司货币资金为 49.69 亿元，同比增长 122.60%，主要系公司进行债务融资、金融机构借款及销售回款增加所致。货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，其中银行存款占 99.76%。公司货币资金中受限资金 1.22 亿元，为短期借款及应付票据提供质押担保。

2013~2015 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 15.62%，截至 2015 年底，公司应收账款为 29.53 亿元，同比增长 0.41%，组成主要为对珠海市财政局、珠海市金湾区财政局等政府部门应收款。从账龄看，账龄在 1 年以内的应收账款占 96.67%，1~2 年的占 3.18%，2~3 年的占 0.15%，账龄较短；从集中度来看，应收账款前五名的客户占应收账款余额的 80.05%，应收账款集中度较高，但考虑主要为应收政府机构款项，款项回收风险不大。截至 2015 年底，公司对应收账款计提坏账准备 0.19 万元。

2013~2015 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 84.36%。截至 2015 年底，公司预付款项为 7.05 亿元，同比增长 175.71%，增长主要来自贸易业务预付的货款。公司预付款项主要为预付货款及预付四川信托有限公司股权收购款（1.42 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）。

2013~2015 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 1627.47%，增长主要来源于与华发集团往来款的增加；截至 2015 年底，公司其他应收款为 83.37 亿元，同比增长 92.87%，其中与股东华发集团往来款 69.97 亿元。从账龄看，账龄在 1 年以内的其他应收款占 87.47%，1~2 年的占 12.41%，2~3 年的占 0.04%，3 年以上的占 0.08%，账龄较短。

2013~2015 年，公司存货持续增长，年均复合增长 14.84%，主要系公司城市运营板块开发规模不断扩大所致。截至 2015 年底，公司存货为 250.17 亿元，构成主要为公司城市运营板

块开发项目成本（占 99.72%）；公司存货中 179.32 亿元受限，占比 71.68%，资产受限比例较高，主要为公司为母公司华发集团等融资提供抵押担保所致。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 28.33 亿元，同比增长 18.05%，全部为委托贷款。其中贷款单位主要为珠海华金投资控股有限公司（17.57 亿元）、深圳华金瑞盈股权投资基金管理有限公司（6.18 亿元）和北京华金瑞盈投资管理有限公司（2.40 亿元）。

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 160.13%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 78.29 亿元，主要由长期股权投资（占 6.63%）、投资性房地产（占 66.95%）和固定资产（占 24.55%）构成。

2013~2015 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 26.78%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 5.19 亿元，同比增长 75.28%，主要系公司根据股东会决议，从二级市场购买珠海华发实业股份有限公司 963.64 万股所致。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 52.41 亿元，同比增长 102.27%，主要系子公司珠海十字门中央商务区建设控股集团有限公司开发的酒店等资产达到预定可使用状态并对外出租，从开发成本中转入投资性房地产所致。

2013~2015 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 201.98%，主要由房屋及建筑物（占 98.96%）构成。截至 2015 年底，公司固定资产为 19.22 亿元，同比增长 82.41%，主要系子公司珠海华发人才公馆保障房建设有限公司开发的保障房项目完成后转入固定资产核算所致。该项目系珠海市政府授权公司融资建设、营运和管理的人才公馆项目，建成后产权归公司长期持有。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 613.22 亿元，较 2015 年底增长 16.40%，增幅主要来自货币资金和其他流动资产的增长。结构方面，流动资产占比小幅增长至 86.86%，非流动资产占 13.14%。2016 年一季度由于公司发行债券资金到位及公司新增委托贷款，公司货币资金较 2015 年底增长 49.46%，其他流动资产较 2015 年底增长 805.38%。公司委托贷款发放对象主要为珠海华发集团子公司或关联方，回收风险较小。

总体看，跟踪期内公司资产快速增长，结构仍以流动资产为主，其中其他应收款、存货和其他流动资产占比较大，华发集团往来款规模大，存货抵押比率较高，公司资产质量一般，流动性一般。

负债及所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长 13.95%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 227.35 亿元，同比增长 19.05%，增长主要来自公司 2015 年发行的永续中票“15 珠海华发 MTN003”28 亿元，并计入其他权益工具中，已计入长期债务核算。其中实收资本、资本公积、其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比分别为 5.09%、72.18%、14.26%、8.47%和 13.63%。

根据《关于无偿划转珠海情侣海岸建设有限公司等企业股权的处理意见》，（珠国资【2015】432 号）和同一控制下企业合并准则要求，公司将珠海华发华盛建设有限公司、珠海华发华毓投资建设有限公司、珠海华昕开发建设有限公司和珠海华发高新港口物流有限公司自 2014 年 1 月 1 日纳入公司合并范围，珠海华港建设有限公司自 2014 年 1 月 1 日不再纳入公司合并范围，上述事项对 2015 年期初净资产影响见表 9。截至 2015 年底，公司资本公积 141.74 亿元。

表 9　股权无偿划转事项对公司净资产影响

（单位：亿元）

科目	2014 年底数	追溯调整后 2015 年期初数
资本公积	140.72	141.74
未分配利润	10.26	10.22
合计	**150.98**	**151.96**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 228.65 亿元，较 2015 年底变动不大。其中归属于母公司的所有者权益 197.59 亿元，少数股东权益 31.06 亿元，所有者权益具体构成较 2015 年底变化不大。公司所有者权益稳定性较好。

负债方面，2013~2015 年，公司负债快速增长，年均复合增长 117.10%，截至 2015 年底，公司负债总额 299.46 亿元，同比增长 47.31%，增长主要来自短期借款、应付账款、其他应付款和应付债券的增长。公司流动负债占 54.46%，非流动负债占 45.54%，公司负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 163.07 亿元，主要由短期借款（占 31.43%）、应付账款（占 47.91%）和其他应付款（占 8.80%）构成。

2013~2015 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 154.74%。截至 2015 年底，公司短期借款为 51.25 亿元，同比增长 95.06%，主要系 2015 年增加子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司与平安银行股份有限公司珠海分行签订股权质押合同借款 10.00 亿元所致。公司短期借款主要为保证借款 29.61 亿元、质押保证借款 10.00 亿元和信用借款 5.60 亿元。

2013~2015 年，随着公司业务的开展，应付账款快速增长，年均复合增长 139.53%。截至 2015 年底，公司应付账款为 78.13 亿元，构成主要为应付工程款和货款。

2013~2015 年，公司其他应付款有所波动，年均复合变动-14.21%。截至 2015 年底，公司其他应付款 14.36 亿元，主要为与香港华发投资控股有限公司的往来款。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 180.36%，截至 2015 年底，公司非流动负债合计 136.38 亿元，主要由长期借款和应付债券构成。

2013~2015 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 126.95%。截至 2015 年底，公司长期借款为 73.25 亿元，同比增长 13.62%，主要系公司需要长期稳定的资金支持项目建设，因此加大长期资金的融资力度所致；其中保证借款 19.65 亿元，抵押借款 14.53 亿元，抵押担保借款 37.87 亿元，信用借款 1.20 亿元

截至 2015 年底，公司应付债券 47.81 亿元，同比增长 60.16%，组成为公司于 2014 年 10 月发行的 30 亿元中期票据“14 珠海华发 MTN001”、2015 年 1 月发行的“15 珠海华发 MTN001”8 亿元、2015 年 3 月发行的“15 珠海华发 MTN002”7 亿元和 2015 年 12 月发行的“15 珠海华发 SCP001”3 亿元，其中公司发行的超短期融资券已纳入短期债务及相关指标计算。

截至 2015 年底，公司长期应付款 10.76 亿元，组成为公司子公司珠海华发物业管理服务有限公司 2015 年发行的资产支持证券，已计入长期债务核算。

截至 2016 年 3 月底，公司负债规模较 2015 年底增长 28.42%，为 384.57 亿元，主要来自短期借款和应付债券的增长。截至 2016 年 3 月底，公司短期借款 67.11 亿元，较 2015 年底增长 30.95%；其他应付款 1.80 亿元，较 2015 年底下降 87.49%，主要系与香港华发投资控股有限公司往来款减少；应付债券较 2015 年底增长 160.37%，主要为公司 2016 年 1 月发行的“16 珠海华发 SCP001”17 亿元、“16 珠海华发 SCP002”10 亿元、2016 年 2 月发行的“16 珠海华发 SCP003”10 亿元、2016 年 3 月发行的“16 华综 01”25 亿元和“16 华综 02”15 亿元。

2013~2015 年，公司债务规模快速增长，年均复合增长率 199.77%，截至 2015 年底，公司全部债务合计 215.50 亿元，其中短期债务占 27.22%，长期债务占 72.78%。

从负债指标看，2013～2015 年，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均呈上升趋势。截至 2015 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 56.84%、51.95%和 44.03%。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务合计 305.66 亿元，其中长期债务 196.50 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 62.71%、60.37%和 49.48%，公司债务负担有所加重。

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，公司整体债务负担偏高。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司流动比率持续下降，速动比率持续增长，截至 2015年底分别为275.04%和121.63%。截至2016年3月底，公司流动比率和速动比率分别为327.47%和169.76%，较上年底有所上升。2013~2015年，公司经营活动净现金流波动较大，经营现金流动负债比分别为18.97%、-13.10%和-5.70%。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，2013~2015年，公司EBITDA持续增长，分别为5.53亿元、14.20亿元和22.21亿元。2013~2015年，公司全部债务/EBITDA分别4.34倍、9.27倍和9.70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2016年3月底，公司对外担保总额合计72.37亿元，担保比率为31.83%，全部为公司子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司以自有土地对华发集团、铧创投资和珠海中冶置业有限公司提供担保，（如下表所示），公司对外担保额度较大，存在一定的或有负债风险。

截至2016年3月底，公司共获得各银行授信额度145.53亿元，尚未使用额度58.80亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

表 10　公司截至 2016 年 3 月底对外担保明细（单位：亿元）

担保人	债务人	债权人	担保类型	担保金额
十字门公司	珠海华发集团有限公司	中融国际信托	抵押+股权质押	11.00
	珠海华发集团有限公司	平安银行	抵押担保	4.27
	珠海铧创投资管理有限公	中融国际信托	抵押	2.10
	珠海华发集团有限公司	中融国际信托	抵押	5.00
	珠海华发集团有限公司	厦门国际银行	抵押	10.00
	珠海中冶置业有限公司	建设银行	抵押	40.00
合计				72.37

资料来源：公司提供

5. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码证：G1044040200879080J），截至2016年7月11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

截至本报告出具日，公司存续期内中期票据为“14 珠海华发 MTN001”、“15 珠海华发 MTN001”、“15 珠海华发 MTN002”和“15 珠海华发 MTN003”，共发行 73 亿元。

“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。“15 珠海华发 MTN003”赎回前长期存续，

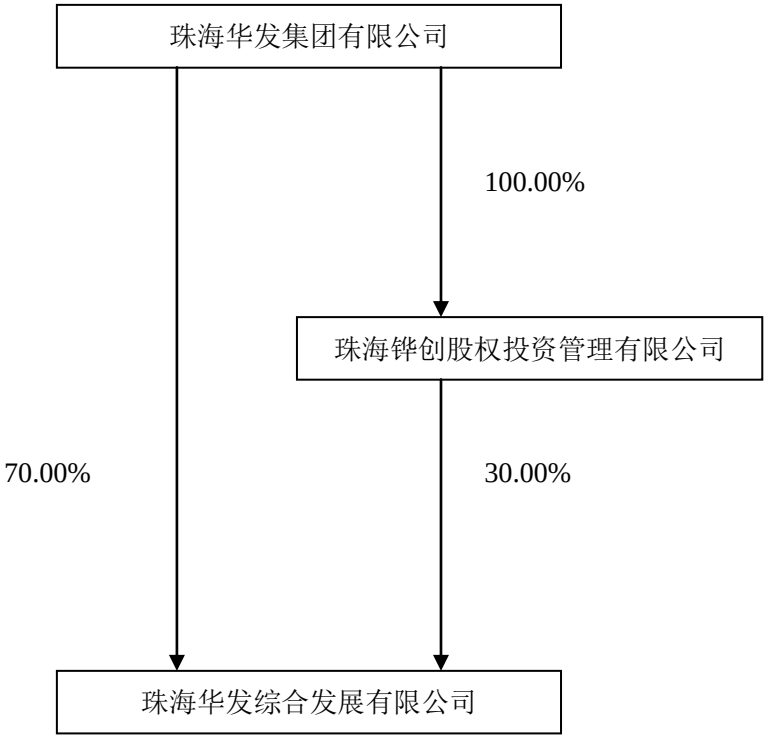
在发行第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回。假设公司于 2020 年赎回“15 珠海华发 MTN003”，公司单年最高偿还中期票据本金 43 亿元。2015 年，公司经营活动产生的现金流入量、经营活动净现金流及 EBITDA 分别为单年最高偿还中期票据本金总额的 5.61 倍、-0.41 倍和 1.11 倍。

公司经营活动现金流入量对单年最高偿还中期票据本金保障能力较强。同时考虑珠海市各级政府和珠海华发集团对公司的持续支持，公司存续期内中期票据到期不能偿付的风险很低。

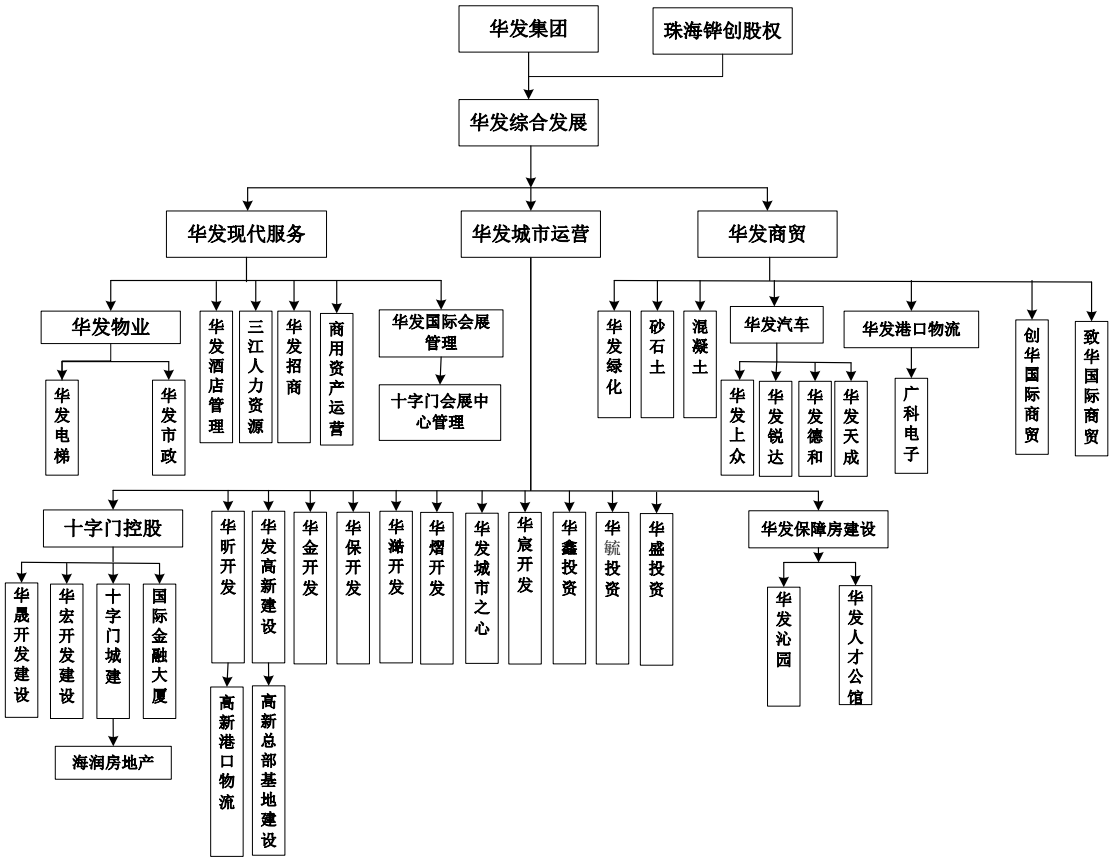
十一、结论

综合考虑，联合资信维持珠海华发综合发展有限公司的主体长期信用等级AA^+，评级展望为稳定，并维持“14珠海华发MTN001”、“15珠海华发MTN001”、“15珠海华发MTN002”和“15珠海华发MTN003”的AA^+信用等级。

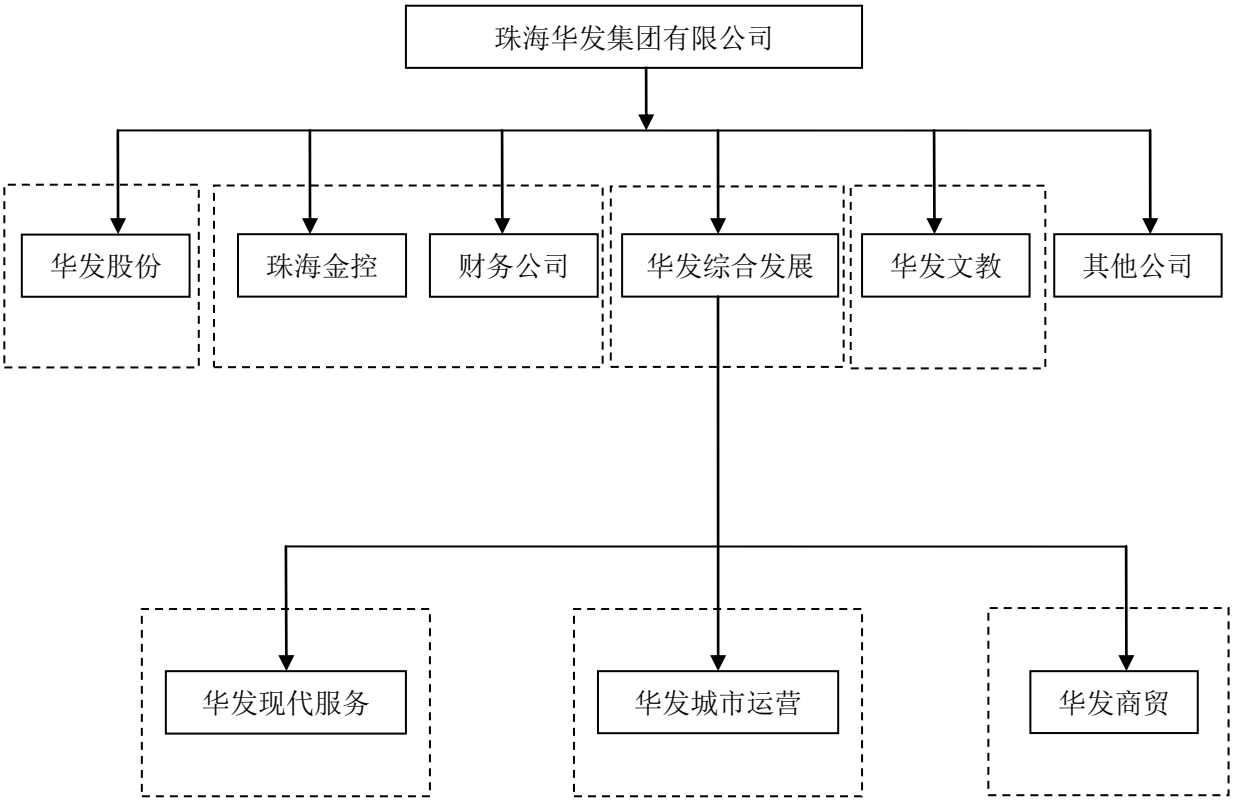
附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 1-3　华发集团业务布局情况



附件 2　主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.91	22.51	49.71	74.26
资产总额(亿元)	238.62	394.25	526.81	613.22
所有者权益(亿元)	175.08	190.97	227.35	228.65
短期债务(亿元)	9.76	37.31	58.67	109.16
长期债务(亿元)	14.22	94.33	156.83	196.50
全部债务(亿元)	23.98	131.64	215.50	305.66
营业收入(亿元)	39.53	83.89	102.70	22.53
利润总额(亿元)	4.61	9.75	9.54	2.68
EBITDA(亿元)	5.53	14.20	22.21	--
经营性净现金流(亿元)	8.76	-13.81	-8.26	-8.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.47	3.25	3.47	--
存货周转次数(次)	0.25	0.31	0.34	--
总资产周转次数(次)	0.21	0.27	0.22	--
现金收入比(%)	79.32	98.96	105.88	108.16
营业利润率(%)	17.77	19.54	19.37	27.26
总资本收益率(%)	1.97	3.22	4.18	--
净资产收益率(%)	1.92	3.58	2.85	--
长期债务资本化比率(%)	7.51	33.06	44.03	49.48
全部债务资本化比率(%)	12.05	40.80	51.95	60.37
资产负债率(%)	26.63	51.56	56.84	62.71
流动比率(%)	491.59	335.53	275.04	327.47
速动比率(%)	80.87	115.41	121.63	169.76
经营现金流动负债比(%)	18.97	-13.10	-5.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.46	2.18	1.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.34	9.27	9.70	--

注：公司成立于 2012 年，并于 2013 年 12 月进行重组，故 2013 年财务数据为基于子公司的模拟值；公司 2016 年第一季度财务数据未经审计；公司超短期融资券已调整至短期债务核算，资产支持证券、永续中期票据已调整至长期债务核算。

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　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。