

信用等级公告

联合[2017]1725号

珠海华发综合发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对珠海华发综合发展有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券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+，评级展望为“稳定”

珠海华发综合发展有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二零一七年十二月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

珠海华发综合发展有限公司

公开发行2018年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA
 公司主体信用等级：AA+
 评级展望：稳定
 发行规模：不超过20亿元（含20亿元），首期不低于10亿元，可超额配售不超过10亿元（含10亿元）
 债券期限：不超过5年（含5年）
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本
 担保方：珠海华发集团有限公司
 担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保
 评级时间：2017年12月27日
 主要财务数据
 发行人

项目	2014年	2015年	2016年	17年9月
资产总额(亿元)	395.38	526.81	624.10	645.39
所有者权益(亿元)	191.93	227.35	265.09	261.90
长期债务(亿元)	94.33	131.83	127.20	138.99
全部债务(亿元)	131.64	190.50	255.22	299.54
营业收入(亿元)	83.89	102.70	135.65	60.33
净利润(亿元)	6.80	6.48	10.54	5.66
EBITDA(亿元)	14.17	22.21	27.89	--
经营性净现金流(亿元)	-13.95	-8.26	32.45	-23.75
营业利润率(%)	19.54	19.37	15.77	18.21
净资产收益率(%)	--	3.09	4.28	--
资产负债率(%)	51.46	56.84	57.52	59.42
全部债务资本化率(%)	40.68	45.59	49.05	53.35
流动比率(倍)	3.36	2.75	2.06	2.02
EBITDA全部债务比(倍)	0.11	0.12	0.11	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.33	1.25	1.84	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.71	1.11	1.39	--

担保方

项目	2014年	2015年	2016年
资产总额(亿元)	1,226.95	1,575.05	1,891.63
所有者权益(亿元)	299.61	376.82	464.05
营业收入(亿元)	172.43	211.03	321.37
净利润(亿元)	7.76	8.19	20.74
经营性净现金流(亿元)	0.16	10.44	185.88
资产负债率(%)	75.58	76.08	75.47

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、公司2017年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对珠海华发综合发展有限公司（以下简称“公司”或“综合发展”）的评级反映了公司作为珠海市规模较大的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合发展公司，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”）的大力支持。公司持有的珠海金融控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”）股权为公司带来了稳定的投资收益，公司资产规模和营业收入不断增长。同时，联合评级也关注到公司在建项目投资规模较大，存在较大的资金压力以及债务负担加重等因素给公司信用水平带来不利影响。

近年来珠海市经济增长较快，财政实力不断增强，公司未来发展面临良好外部环境。未来公司依托城市运营板块、商贸物流板块和现代服务板块的均衡发展，整合区域资源，进一步提升公司的品牌优势与盈利能力。公司整体信用状况保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由珠海华发集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，近年来华发集团房地产开发、城市综合运营以及金融业务不断发展，资产、收入和利润实现较快增长。华发集团提供的担保对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 近年来珠海市经济水平快速发展，财政实力不断增强，为公司城市综合服务主业创造了良好的外部环境。

2. 公司母公司华发集团是珠海市首批两家

总部企业之一，整体实力雄厚，并获得了政府及母公司的大力支持。

3. 土地一级开发业务和大宗商品批发业务是公司营业收入的主要增长点，公司收入规模保持稳定增长。

4. 2016 年，公司对珠海金控进行增资，公司持有的珠海金控的股权为公司带来了良好的投资收益。

5. 担保方华发集团近年来房地产开发、城市综合运营以及金融业务不断发展，资产、收入和利润实现较快增长，其担保对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

关注

1. 公司土地一级开发业务规模大，受当地经济及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，未来投资规模较大，公司仍存在一定的资金压力。

3. 近年来公司债务规模快速增长，债务负担有所加重。

分析师

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

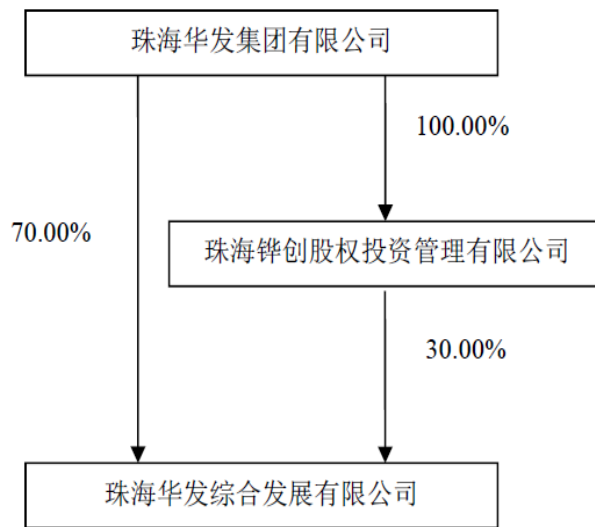
分析师：



一、主体概况

珠海华发综合发展有限公司（以下简称“综合发展”或“公司”）是经珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）批准，由珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）和珠海铎创股权投资管理有限公司（以下简称“铎创投资”）合资成立的，初始注册资本为 300.00 万元。2014 年 4 月经珠海市国资委[2015]105 号文核准，华发集团以资本公积转增股本 60,000.00 万元，以货币资金出资增加投资 9,790.00 万元，铎创投资以货币出资增加投资 29,910.00 万元，增资完成后公司注册资本由 300.00 万元增加至 100,000.00 万元。截至 2017 年 9 月末，公司注册资本 100,000.00 万元，公司控股股东为华发集团，实际控制人为珠海市国资委。

图 1 截至 2017 年 9 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2016 年末，公司下设运营管理部、行政人事部、财务管理部、资金管理部和市场招商部 5 个职能部门；拥有纳入合并范围的子公司 49 家。截至 2016 年末，公司拥有在职员工 5,476 人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 624.10 亿元，负债合计 359.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）265.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益 239.63 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 135.65 亿元，净利润（含少数股东损益）10.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 78.45 亿元。

截至 2017 年 9 月末，公司合并资产总额 645.39 亿元，负债合计 383.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益）261.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 236.48 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现合并营业收入 60.33 亿元，净利润（含少数股东损益）5.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额-23.75 亿元，现金及现金等价物净增加额-29.73 亿元。

公司注册地址：珠海市拱北联安路 15 号丽景花园 29 栋 1 楼 102 室；法定代表人：许继莉。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“珠海华发综合发展有限公司公开发行 2018 年公司债券”，发行规模不超过 20.00 亿元，拟分期发行，首期拟发行规模不低于 10.00 亿元，可超额配售不超过人民币 10.00 亿元。本次债券发行期限不超过 5 年（含 5 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券分为两个品种发行：品种一为 5 年期，附第三年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期。本次债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本次债券发行申购情况，在总发行规模内，经过协商一致后决定是否启动品种间回拨机制。

本次债券为固定利率债券，票面利率将根据网下簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券票面金额为 100.00 元，按面值平价发行。

本次债券由华发集团提供全额无条件不可撤销的保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还债务性融资或金融机构借款。

三、行业分析

公司主营业务主要包括城市运营板块、商贸物流板块和现代服务板块。其中城市运营以土地一级开发为主，商贸物流主要为大宗商品贸易，现代服务主要为物业、会展及酒店服务，公司主营业务占比为较高的为城市运营板块和商贸物流板块，故下文围绕土地一级开发和贸易行业展开。

1. 土地一级开发

（1）行业概况

由于城市人口增加和社会经济活动不断发展，人们对城市土地的需求不断扩大，而可供城市利用的土地又非常有限。同时，由于具有特定用途的土地非常稀缺，所以，必须科学规划和布局，以合理、高效、经济地开发利用土地。目前土地一级开发主要有以下几种典型模式：

模式一：一二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式比较普遍，近期可能存在机会，但长远来看，发展空间越来越窄。政府主导可能会更加关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。

模式二：完全政府控制模式，以广州市为代表。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及市场供应。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。广州市成功的前提在于其土地开发实施较早，操作难度小、成本低，因此政府有能力承担全部的土地开发资金。

模式三：政府和法定机构协作模式，以上海市和苏州市为代表。由政府相关部门和政府投资成立的开发企业完全垄断土地一级开发，从而达到调控土地市场、配置土地资源、实现土地增值归国家所有的目的。

模式四：政府主导、市场化运作模式，以北京市为代表。控制土地储备计划和供应计划；充分利用社会力量实施土地一级开发。其背景在于北京市城市规模巨大，政府无法垄断一级开发市场。

根据国土部 2010 年 9 月发文明确要求，在 2011 年 3 月末前，土地储备机构必须与其下属和挂靠的从事土地开发相关业务的机构彻底脱钩，各地国土资源部门及所属企事业单位都不得直接从事

土地一级市场开发。这意味着由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级开发的主要发展趋势。这种模式中，政府根据土地市场调查确定土地需求状况，以“招、拍、挂”方式将拟开发的土地按照“熟地”出让，提前确定土地使用权受让人，并由土地使用权受让人分期支付土地受让价款用于土地一级开发。政府通过招标等方式确定具备资格的企业，在土地出让合同规定的期限内将出让的土地开发为符合土地受让人要求的条件（熟地），土地开发完成经验收合格后，政府与土地受让人正式移交土地。由政府主导的市场化运作模式在保证政府主导土地一级开发的基础上能有效利用市场资源，减轻政府开发资金压力。

（2）融资模式

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时转让不出去时，土地就会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进”土地，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；土地一级开发主体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；土地一级开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融资，一级开发主体提供担保责任。

表 1 目前土地一级开发融资来源对比情况

融资方式	现状（在全部资金来源中的比重）	趋势（在全部资金来源中的比重）
财政拨款	比重很小	增长空间有限
银行贷款	比重很大	有所减小
吸收直接投资	占有一定比重	增长空间有限
发行股票	比重很小	增长空间有限
发行债券	--	增长空间较大
商业信用	占有一定比重	有所减少

资料来源：联合评级整理

从上表可以看出，目前土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过发行债券和基金、信托等方式筹集资金有望渐成趋势。融资能力是对土地一级开发的关键要素，资金获取能力强、融资渠道宽的企业具有一定的竞争优势。

（3）竞争格局

土地一级开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性土地一级开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约土地一级开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给土地一级开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产市场开始低迷，使得不少大型房地产企业转而进军土地一级开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

行业关注

成本风险。开发投入超出专业机构评估确定的基准地价，拆迁成本可能超过专业机构评估确定

的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发上恐面临亏损风险。《国有土地上房屋征收和补偿条例》中规定，危旧房改造须有 90% 以上人数同意且征收补偿额按市场评估价确定则进一步加大了拆迁成本。

延迟风险。长期占用大量资金，对于只是用于储备的土地，经土地储备中心验收后，由其用自有资金偿付给开发商，欠款风险加大。如果拆迁工作不顺利，也会推迟整个项目的完工时间。

信用风险。存在政府违约行为的风险，在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

法律风险。与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发而言，土地一级开发的政策不全面，全国性的政策规定比较原则性，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

一级开发不具备可复制性，会大大制约企业的快速成长，一级开发太靠近政府，各市、区情况差异很大，前景看好的地块基本被瓜分，因此不具备可复制性。即使一级市场完全招拍挂，如果企业不同当地政府长期磨合，进行充分调研，那么，企业在短暂的招标期内也很难做出正确判断，高质量的实施方案更无从谈起。一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，资本规模较小的企业，很难同时进行多个一级开发项目。

（4）未来发展

企业和政府在城市土地开发中追求的目标和市场行为不同。前者主要关注短期经济效益，后者则关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。因此，必须由政府主导土地储备与开发，从源头上加强对房地产市场的控制权和对土地增值收益的索取权。目前，在北京、上海、杭州、广州等城市，开始以政府为主导，进行土地储备和有计划供应，加强政府对土地市场的调控力度。

政府进行市场化运作的目的—是提高效率，二是不愿承担风险。政府可以为自己投资的企业进行贷款担保，但不会为民营企业提供担保。因此，规避风险的意愿会体现在招投标门槛上。例如，1) 巨额的资金保障。要求投标保证金达几亿元，存入政府指定的专用帐户，封闭运行；2) 限定性的开发周期。约定时间内完不成则无偿收回；3) 开发资质、资产规模和经验，等等。

有实力的企业会越来越多地介入土地一级开发。对于资金实力雄厚的公司，可以通过一级开发获取稳定的投资回报。目前很多公司只是同当地政府签署协议，约定不再接纳其它开发商，其实并没有完全获得一级开发授权。政府和企业双方对于划定区域，共同讨论、制定区域整体规划和实施方案。另外，以土地一级开发为龙头，在取得稳定收益时，实现可持续发展。

总体看，土地一级市场开发的行业门槛会逐步抬高，对于资本实力相对雄厚、资质和管理经验相对完善的开发企业是机会，未来上述因素将在日趋激烈的竞争中转化为优势。

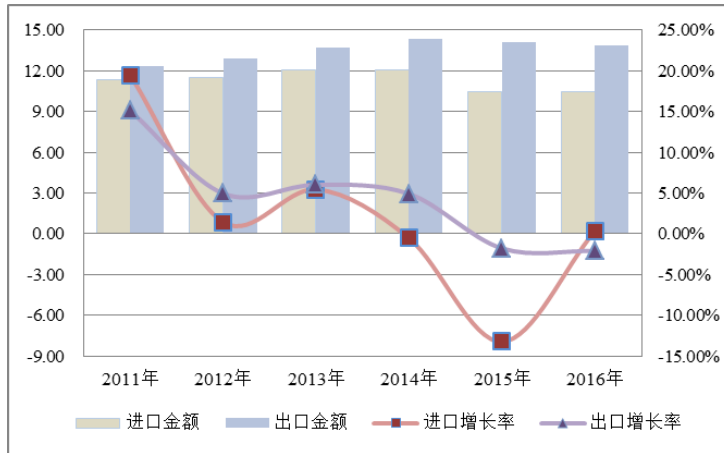
2. 贸易

（1）行业概况

进出口贸易方面，自 2010 年开始，我国进出口贸易增速明显放缓，2012 年则达到相对低位，进入 2013 年，我国大宗商品进口量的增加；同时，美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实现增长，促进外贸发展的积极因素开始增多，对外贸易增速趋稳并略有回升。2016 年以来，随着我国促进外贸回稳向好政策措施效果的逐步显现，三四季度实现正增长，总体来看，2016 年我国货物贸易进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%；

进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。

图2 2011~2016年度我国对外贸易进出口情况（单位：万亿元）

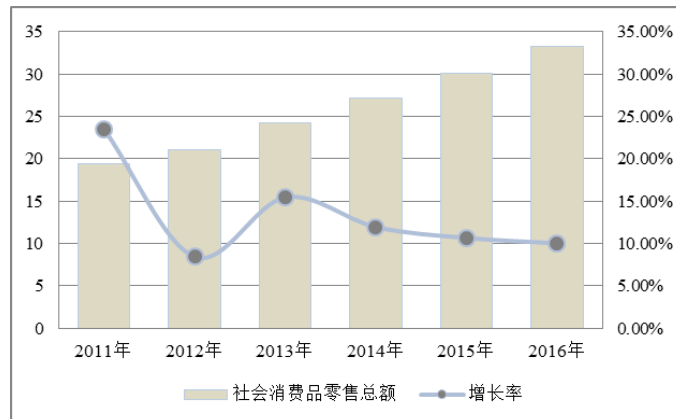


资料来源：Wind资讯

近年来，我国进出口中贸易方式结构逐渐改变，一般贸易比重上升并超过加工贸易。据海关总署统计，2016年，我国一般贸易进出口 13.39 万亿元，增长 0.9%，占我国进出口总值的 55.0%，比 2015 年提升 1.0 个百分点；机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，占我国出口总值的 57.7%；医疗仪器及器械出口增长 6.1%，蓄电池出口增长 4.0%；传统劳动密集型产品占出口总值的 20.8%。与此同时，铁矿石、原油、铜等大宗商品进口量保持增长，主要进口商品价格仍处于低位但跌幅收窄，跌幅较上半年、前三季度收窄。总体来看，2016 年国内经济在供给侧结构性改革、适度扩大总需求等政策作用下，呈现稳中有进、稳中向好的发展态势，带动了部分大宗商品进口量增加。

国内贸易方面，2011 年以来国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局数据显示，2016 年我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，比上年名义增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.2%。城镇、乡村消费品零售额同步增长，仍以城镇消费为主，占总零售消费额的 86.01%。近年来随着网上消费的迅速普及，全国网上零售额迅速增长，2016 年达到 5.16 亿元，比上年增长 26.2%。其中，实物商品网上零售额 4.19 亿元，增长 25.6%，占社会消费品零售总额的比重为 12.6%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 28.5%、18.1%和 28.8%。

图3 2011~2016年社会消费品零售总额情况（单位：万亿元）



资料来源：国家统计局

总体看，目前，全球经济依旧处于深度调整之中，国内经济面临下行压力，但对外贸易发展质量效益有所改善，总体稳中趋好，发展进入新常态；对内贸易规模增速逐渐趋稳，未来随着中国产业转型和产能优化，国内贸易将不断优化发展。

(2) 行业竞争

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，部分产业供过于求矛盾凸显，传统制造业产能普遍过剩，行业利润大幅下滑，中小企业普遍经营困难，对进出口增长产生一定抑制；同时，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场正常秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

目前，我国面对东南亚等新兴市场的低成本竞争时已不具备成本优势，人民币升值不断削弱我国商品出口的竞争力，劳动力、土地等要素成本价也处于上升阶段，这会对我国外贸行业未来发展造成较大影响。其次，目前我国企业普遍存在劳动力缺口、工人工作效率较低、随意性强、人员流动性大等问题，增加了企业的管理成本。

(3) 行业政策

支持外贸、促进进口、调整结构政策不断升级

2013年国务院发布了83号文件，推出了促进进出口稳增长、调结构的12条措施，稳定了外贸增长预期，激发了市场活力。2014年，国家在深化实施83号文件的基础上，在税收、金融、投资等方面提出更多的政策措施，如促进信息消费政策、新能源汽车补贴政策以及促进风电发展的意见等政策都将进一步增强战略性新兴产业的增长动力。2014年5月，国务院办公厅发布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，涉及完善人民币汇率形成机制、放开原油进口限制以扩大原油进口渠道、保持货物贸易的稳定增长、支持服务贸易的发展、同时扩大营改增范围、对服务出口实行零关税或者免税，鼓励增加消费品进口等16条意见。

新时期下贸易发展机会较多

“十三五”规划中提到，要加快实施自由贸易区战略，逐步构筑高标准自由贸易区网络。积极同“一带一路”沿线国家和地区商建自由贸易区，加快区域全面经济伙伴关系协定、中国—海合会、中日韩自贸区等谈判，推动与以色列、加拿大、欧亚经济联盟和欧盟等建立自贸关系以及亚太自贸区相关工作。全面落实中韩、中澳等自由贸易协定和中国—东盟自贸区升级议定书。继续推进中美、中欧投资协定谈判。随着我国与世界各国及区域组织的联系更为紧密，贸易行业将拥有新的发展机会。

出口退税政策多次调整

2013年以来，我国政府出台了多项出口退税政策，涵盖多个行业，有利于一定程度上减轻贸易企业的资金流压力。

表2 2013年以来我国的出口退税调整情况

时间	内容
2013年7月	加大出口退税支持力度，进一步提高退税审核效率，加快退税进度，保证及时足额退税；充分发挥外贸综合服务企业作用；对服务出口实行零税率。
2013年8月	对符合条件的电子商务出口货物实行增值税、消费税免税或退税政策。
2014年12月	提高部分高附加值产品、玉米加工产品、纺织品服装的出口退税率；取消含硼钢的出口退税；降低档发的出口退税率。

2015年1月	部分纺织品服装出口退税率由2009年的16%提升至17%,实现全额退税
---------	-------------------------------------

资料来源:海关总署

总体看,近年来贸易行业无论在内贸还是出口方面均得到了国家在税收和价格方面的支持,随着我国对外开放与合作的程度不断提高,贸易行业发展将有所回暖。

(4) 行业关注

国内贸易环境竞争激烈,产能过剩导致价格波动幅度大

近年来,虽然国家政策支持扩大消费需求,但内需增长有所趋缓。另外,居民生活水平显著提高,消费结构不断升级,对国内贸易优化结构与布局提出了新要求;国际国内市场联系更加紧密,国内贸易领域的市场竞争更加激烈;部分大宗商品较多依赖进口,受国际市场价格影响较大,市场调控难度增大。

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证,汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。自2015年8月以来,随着世界经济的动荡,人民币贬值幅度巨大。尽管人民币贬值有利于企业增加出口收入,但对外贸企业的锁定汇率和远期结汇带来了巨大的风险。

外部贸易环境日趋复杂

据国家商务部统计,2016年,共有27个经济体对华启动119起贸易救济调查,涉案金额143.4亿美元,案件数量和涉案金额较上年分别上升36.8%、76%,国际贸易摩擦达到了历史高点。随着2016年我国WTO保护期满,但美国与欧洲各国对华态度强硬,对华“双反”政策持续,未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

(5) 行业发展

内贸方面,国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销;支持生产资料流通企业向上下游延伸,形成供应链集成服务模式;将逐步完善佣金代理制,规范发展总经销和总代理;支持发展企业间的电子商务;鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式,建立跨国采购和销售网络;支持生产资料批发市场加快改造升级,提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能,形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面,其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前,全球经济恢复尚存在不确定性,中国经济增速略有放缓,对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

总体看,随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进,中国贸易平衡状况将日益改善;同时,在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快,中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内,外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、日趋复杂的国际外贸环境都将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司为华发集团的全资子公司,实际控制人为珠海市国资委。经过多年的发展,公司已形成了集城市运营板块、现代服务板块和商贸物流板块三大板块业务为主体的业务平台结构。截至2016年末,公司纳入合并范围子公司共49家,注册资本10.00亿元,2016年实现营业收入135.65亿元。

目前珠海市共有 6 大公共事业运营主体，即珠海华发综合发展有限公司、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。

公司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的业务均包含市政基础设施建设和投资，但与后两者相比，公司的竞争优势较为显著：首先，在城市运营经验方面，公司源于 1986 年成立的华发集团，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，拥有良好的资本结构、经营状况、充裕的资金、丰富的土地资源和市场开发经验；其次，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，而公司主要是承接珠海市重点基础设施建设工程项目，其中十字门中央商务区项目是横琴新区开发的核心项目。

总体看，公司在珠海市区内竞争优势显著，经营定位较明确。

2. 人员素质

公司董事长郭凌勇先生，1973 年出生，大学本科学历，曾任珠海华发股份有限公司市场部经理、珠海十字门中央商务区建设控股有限公司，常务副总经理等职务。现任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。

公司总经理许继莉女士，1971 年出生，硕士研究生学历，经济师，曾任中国农业银行珠海市分行副行长、兴业银行珠海分行副行长。现任公司董事、总经理及法人代表，兼任珠海华发集团财务有限公司董事长、珠海华发商贸控股有限公司董事长、珠海华发实业股份有限公司董事、珠海金融投资控股有限公司董事、和辉集团有限公司董事、成发企业有限公司董事。

截至 2016 年末，公司在职工 5,476 人。从学历构成看，公司本科及以上学历者共 1,010 人，占比为 18.44%，大专以下学历者共 4,466 人，占比为 81.56%；从岗位构成看，公司管理人员共 290 人，占比为 5.30%，技术人员共 1,132 人，占比为 20.67%，生产人员及其他人员共 4,054 人，占比为 74.03%；从年龄构成看，公司 50 岁以上者共 529 人，占比为 9.66%；31~50 岁者共 3,058 人，占比为 55.84%；30 岁以下者共 1,889 人，占比为 34.50%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具有丰富的行业经验和管理经验；公司员工情况构成较合理，能够满足公司目前经营发展的需要。

3. 股东支持

公司母公司华发集团是珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一，2006 年与珠海格力集团公司被认定为珠海 2 家总部企业，华发集团资产规模较大，在珠海市垄断优势明显。公司作为华发集团旗下的城市综合服务主体，获得华发集团在资产和资金注入、股权划拨等方面的支持，华发集团在 2014 年将地下城轨项目资产划拨到公司，此外对公司增资 3.98 亿元；2015 年，根据《关于无偿划转珠海情侣海岸建设有限公司等企业股权的意见》（珠国资[2015]435 号），将华发集团持有的珠海华富开发建设有限公司 100% 的股权无偿划转给公司持有。

总体看，近年来公司获得了华发集团在资产和资金注入股权划拨方面的支持，未来公司作为华发集团整体发展规划中重要组成部分，有望得到其持续支持。

4. 区域优势

(1) 地理位置

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。

(2) 珠海市经济与财政实力

根据《2016 年珠海市国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，全市完成地区生产总值（GDP）2,226.37 亿元，较上年增长 8.5%。其中，第一产业增加值 48.21 亿元，较上年增长 1.4%；第二产业增加值 1,059.77 亿元，较上年增长 5.8%；第三产业增加值 1,118.39 亿元，较上年增长 11.7%。三次产业的比例为 2.2:47.6:50.2。

固定资产投资方面，2016 年，全市固定投资总量达 1,389.75 亿元，较上年增长 6.5%。其中房地产开发投资 641.03 亿元，较上年增长 22.3%。从结构上看，2016 年，第二产业完成投资 287.47 亿元，较上年增长 11.4%；第三产业完成投资 1,099.25 亿元，较上年增长 5.2%。全年在建项目 264 个，较上年增长 9.1%；新开工项目 58 个，较上年下降 32.6%。

从消费来看，2016 年，全市社会消费零售总额 1,016.13 亿元，较上年增长 11.0%，其中，批发业零售额 225.70 亿元，较上年增长 12.3%；零售业零售额 675.76 亿元，较上年增长 10.6%；住宿餐饮业零售额 114.67 亿元，较上年增长 10.9%。从外贸进出口情况来看，2016 年，珠海外贸进出口总额 2,753.05 亿元，较上年下降 4.0%，其中，出口 1,802.26 亿元，较上年增长 0.5%；进口 950.80 亿元，较上年下降 18.6%。进出口顺差（出口减进口）851.46 亿元，比上年增加 225.51 亿元。

2016 年，全市一般公共预算收入 292.37 亿元，较上年增长 12.4%。其中，税收收入 231.90 亿元，较上年增长 15.6%，税收收入中，增值税 70.26 亿元，营业税 20.32 亿元，企业所得税 37.39 亿元和房产税 9.80 亿元，增值税、企业所得税和营业税占比为较高。全年一般公共预算支出 417.16 亿元，较上年增长 7.2%，其中教育、科学技术、文化体育和传媒、医疗卫生、社会保障和就业、节能环保、城乡社区事务、农林水事务、住房保障等九项民生支出合共 284.04 亿元，较上年增长 26.2%，占全市公共财政预算支出的 68.1%。

总体看，公司所在珠海市经济及财政实力保持平稳较快发展，居民消费能力不断提高；珠海市经济的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

五、管理分析

1. 公司治理

公司按照《中华人民共和国外资企业法》及现代企业制度要求，完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》，公司未设股东会，并建立了由董事会、经营层组成的法人治理结构体系；同时，公司建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、责权利分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。

公司董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 人，董事 4 人。董事任期 3 年，由股东委派。董事会行使如下权利：向股东报告工作，执行股东决议，制订公司的经营计划、投资方案、预算方案、内部管理机构和基本管理制度等一切重大事宜。

公司设监事会，监事 3 名，由公司股东委派，任期三年，可以连任。监事对公司的财务以及公司董事和高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者

董事会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理 1 名，直接对董事会负责，总经理执行董事会内容及各项决议，组织领导公司的日常生产、技术和经营管理工作。

总体看，公司建立了基本的法人治理结构，未设股东会，公司实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司根据自身经营管理的需要，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。公司部门设置清晰，符合自身经营特点。目前，公司各业务管理部门分工明确，各项管理制度、管理规范开展和执行情况良好。

财务管理方面，通过发展核心产业、合理运用资本运作手段，根据集团公司战略规划，有效配置财务资源，保障公司健康、持续、稳定发展。财务工作遵循：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规定。

现金管理方面，公司的现金管理、银行存款管理、备用金和其他货币资金管理、票据及印鉴管理、收款管理、支付管理和监督检查等按照现金管理有关规定执行；在货币资金管理的人员配置方面，公司建立了货币资金业务的岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责权限，确保办理货币资金业务的不相容岗位相互分离，严禁由一人办理货币资金业务的全过程；公司配备出纳人员，负责办理现金收付和银行账户结算业务；并按照有关规定，出纳人员不得兼任稽核、会计档案保管和收入、支出、费用、债权债务账目的登记等工作。

预算管理方面，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。

投融资管理方面，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内部有权机构审议；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。

担保管理制度方面，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。

采购和招投标管理制度方面，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。

对子公司管理方面，公司对控股子公司的财务、重大投资、人事等方面工作实行统一管理。公司各职能部门对子公司相关业务和管理进行指导、服务和监督，对控股子公司战略发展情况进行全

程跟踪；财务部定期取得并审阅各子公司的月度、季度、半年度及年度财务报告，对财务政策、资金监管、收支情况进行系统管理。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

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。从公司业务构成情况来看，公司业务分类较多，涵盖物业管理、汽车销售、土地一级开发和大宗商品批发等。2014~2016年，公司营业收入分别为 83.89 亿元、102.70 亿元和 135.65 亿元，呈逐年增长趋势；主营业务占营业收入的比重维持在 97% 以上，公司主营业务突出。

表 3 2014~2016 年公司主营业务经营情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业服务	2.88	3.47	25.14	3.63	3.64	22.43	3.85	2.89	18.66
汽车销售	2.87	3.46	6.14	2.28	2.28	8.75	3.36	2.52	7.58
土地一级开发	31.43	37.90	52.67	38.17	38.28	50.11	43.15	32.39	45.38
工程施工	0.05	0.06	17.37	0.04	0.04	3.44	0.11	0.08	4.72
大宗商品批发	43.95	53.00	1.19	53.23	53.37	1.19	79.45	59.63	0.46
租赁收入	0.16	0.20	87.99	0.49	0.49	61.52	0.73	0.55	-24.76
停车场收入	0.20	0.24	14.89	0.21	0.21	-10.17	0.27	0.20	-19.53
混凝土销售	1.14	1.37	4.37	1.19	1.19	-2.93	--	--	--
其他	0.25	0.30	13.74	0.50	0.50	8.46	2.31	1.74	49.44
合计	82.91	100.00	22.00	99.73	100.00	21.12	133.23	100.00	16.39

资料来源：公司提供

受土地一级开发与大宗商品批发收入增长影响，2014~2016 年，公司主营大幅增长，2016 年，公司主营业务主要包括土地一级开发和大宗商品批发，合计占公司主营业务收入的比例为 92.02%。分业务板块看，2014~2016 年，土地一级开发业务营业收入呈逐年增长趋势，年均复合增长 17.17%，主要系高新区北围土地一级整理项目开始确认收入所致；大宗商品批发业务营业收入呈逐年增长趋势，年均复合增长 34.45%，主要系公司调整贸易结构，2016 年销售的较多铜矿石、燃料油有色金属所致。公司剩余业务还包括物业服务、汽车销售、工程施工、停车场以及租赁等，业务占比为较小，对公司整体收入规模影响不大

毛利率方面，2014~2016 年，公司土地一级开发业务毛利率呈逐年下降趋势，其中 2016 年毛利率下降幅度较大，主要系当期高新区北围项目开始确认收入，该项目工业用地占比较高，导致项目毛利率较低；因公司控制贸易风险，调低盈利预期，使得大宗商品批发业务利润水平维持在较低水平但整体较为稳定；受土地一级开发业务毛利率下降影响，公司主营业务毛利率也呈下降趋势。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 60.33 亿元，较上年同期下降 30.00%，主要系大宗商品批发收入下降所致；公司综合毛利率为 18.57%，整体保持稳定；公司净利润为 5.66 亿元，较上年同期增长 24.76%，主要系当期获得较多投资收益所致。

总体看，公司主营业务收入规模增长较快，大宗商品批发与土地一级开发占比为较高，土地一

级开发为公司最主要的盈利板块，2016 年公司除工程施工业务外，其余各业务板块毛利率水平均有不同程度的下滑，但由于收入规模较小，对公司盈利能力影响不大。

2. 城市运营板块

公司城市运营板块主要由子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司及其下属子公司负责，业务主要分为一级土地开发、商业地产、保障房建设以及其他项目建设。

(1) 土地一级开发业务

业务模式

公司土地一级开发业务主要由，采用授权形式，由珠海市国土部门经报市政府批准后，市政府授权公司对片区进行土地一级开发，开发用地不注入公司。

公司对其负责开发范围内的土地进行一级开发规划编制、投融资、土地现状调查、青苗补偿、拆迁安置、收购土地、土地平整及道路、供电、供水等基础设施以及公园、绿地等公共设施建设。土地一级开发范围全部包括在土地一级开发项目范畴当中，不另设单独的市政项目。经营性用地在土地一级开发完成后由珠海市政府以“招、拍、挂”的方式出让。

验收与结算方面，土地一级开发验收与结算分为两种方式，一种为定期验收与结算：按年度进行。另一种为分项验收与结算：一级开发相关子项目完成后，由公司按子项目完成情况上报验收与结算。

收益分配方面，公司各项目收益分配不同，如十字门商务区的土地出让收入按规定缴入珠海市财政专户后统一上缴国库，公司的收益由珠海市财政局按照以下方式结算支付：完成土地一级开发后的经营性用地出让后，按土地功能不同从土地出让金中扣除相关税费后，确定相应的比例给予公司作为收益（商业、住宅按 35.00%；办公、会展、酒店和其他按 55.00%）；金湾区航空新城约定可出让经营性用地的土地出让收入优先偿还公司土地一级开发成本，并可获得经营性土地增值收益的 30% 分成来实现投资收益；珠海高新区北围由珠海市级财政扣除农业土地开发资金后收取 15% 土地出让金，剩余 85% 上缴区级财政后，由珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会提取 7% 后全额拨付公司。

会计核算方式上，公司用于一级开发的土地，在招拍挂前属于当地政府，不计入公司财务报表，公司进行土地一级开发发生的支出计入存货当中的开发成本，借记存货-开发成本，贷记银行存款；一级土地开发完毕，当地政府进行招拍挂出让土地后，公司根据土地出让分成确认收入，借记应收账款，贷记主营业务收入，同时结转出让土地的成本，借记主营业务成本，贷记存货。

主要开发项目

公司一级土地开发业务主要包括十字门中央商务区一级土地开发、金湾航空新城一级土地开发、保税区二期土地一级开发和珠海高新区北围一级土地开发等项目。

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”）主要负责十字门中央商务区一级土地开发的工作，十字门公司每年结合公司现金流状况、市场销售及招商引资情况确定土地出让计划，并报批珠海市政府以招拍挂方式实施出让，政府出让土地时，挂牌文件上会载明受让土地的公司缴齐全部土地出让金的期限，该期限一般为 6~9 个月。政府收到土地出让金后，按照与公司的协议，先向公司支付 50.00% 的土地出让收益，剩余部分待出让土地的周边路网及配套工程完工验收后，再由政府支付，整体账期一般为一年左右，不会超过两年。2016 年，出让横琴片区土地 2 宗，出让面积 16.88 万平方米，确认收入约 6.72 亿元。

公司其他土地一级开发项目包括金湾航空新城一级土地开发、保税区二期土地一级开发和珠海

高新区北围一级土地开发等项目。金湾航空新城土地一级开发项目已于 2013 年下半年开工，计划施工时间为 5 年，2016 年，出让金湾片区土地 7 宗，出让面积 70.45 万平方米，实现营业收入 15.59 亿元；保税区二期土地一级开发项目已于 2014 年下半年开工，2016 年出让保税区二期片区土地 5 宗，出让面积 10.34 万平方米，实现营业收入 1.78 亿元；珠海高新区北围土地以及开发项目 2016 年出让土地 5 宗，出让面积 39.47 万平方米，实现营业收入 19.07 亿元。公司土地一级开发项目合计总投资 279.00 亿元，截至 2017 年 6 月末已投 111.84 亿元，未来尚需投资 167.16 亿元。

表 4 2016 年公司主要土地一级开发项目情况（单位：宗、万平方米、亿元）

项目	建筑面积	出让土地	出让面积	2016 年确认收入	2016 年回款
十字门中央商务区一级土地开发	1,080	2	16.88	6.72	19.04
金湾航空新城一级土地开发	450	7	70.45	15.59	21.12
保税区二期土地一级开发	235	5	10.34	1.78	0.97
珠海高新区北围一级土地开发	627	5	39.47	19.07	19.07
合计	2,392	19	137.14	43.16	60.20

资料来源：公司提供

（2）商业地产项目

公司商业地产项目主要包括珠海十字门中央商务区会展商务组团（一期）项目（以下简称“会展一期”）、横琴国际金融中心大厦项目。会展一期项目位于十字门中央商务区北区，项目占地 16.5 万平方米，总建筑面积 32.0 万平方米，主要建设内容为珠海国际会议中心、国际展览中心、国际甲级写字楼和五星级酒店等，总投资约 87.00 亿元，截至 2017 年 6 月末，公司累计完成商业地产项目投资 103.52 亿元，未来尚需投资 69.98 亿元，其中横琴国际金融中心大厦项目位于十字门中央商务区中心区域，功能为国际甲级写字楼、商务公寓及商业服务设施，用地面积 18,421.0 平方米，项目总投资 40.00 亿元，截至 2017 年 6 月末累计完成投资 13.97 亿元。截至目前，公司商业地产项目尚未实现销售收入。

（3）保障房项目

公司保障房建设由子公司珠海华发保障房建设控股有限公司负责，保障房项目分为公司自建以及代建项目。

公司自建的保障房项目为华发人才公馆项目和华发沁园项目，根据 2012 年珠海市政府工作会议纪要（第 50 号）文件第三条以及第四条，授权公司融资建设、运营和管理华发人才公馆项目和华发沁园项目，建成后产权归公司所有并长期持有。华发人才公馆项目总投资 8.60 亿元，项目于 2015 年下半年开始运营，保障性住房部分目前入住率达 50%，商业部分预计 2020 年开始销售；华发沁园项目总投资 6.61 亿元，目前已竣工并交付使用，商业部分预计 2021 年开始销售。

公司代建的保障房项目为金山花园三期项目、安怡花园项目和连湾新村三期项目，根据 2012 年珠海市政府工作会议纪要（第 50 号）文件关于金山花园三期、安怡花园和连湾新村三期三个农场职工危房改造项目建设主体变更事宜，决定将三个农场职工危房项目后续改造工作交由华发集团承接，项目采取政府投资、企业代建的模式，由企业先垫资建设，待项目竣工后移交政府，企业收取投资利润和代建管理费，企业对代建项目不享有经营收益和承担经营风险，且不纳入财务报表合并范围，代建项目由华发集团划给公司管理时已接近完工，建设费用已由华发集团支付，公司不对项目进行垫资。代建项目已在 2014~2015 年期间移交给相关政府，项目投资利润和代建管理费已结算并收取完毕。

总体看，城市运营板块为公司的核心业务，其中商业地产板块尚未形成收入，保障性项目收入

规模较小，土地一级开发业务收入规模保持稳定增长，金湾航空新城以及高新区北围项目形成较多收入，且 2016 年项目回款情况良好；公司项目投资规模较大，未来尚需投资规模较大；

3. 商贸物流板块

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，业务主要包括大宗商品批发业务和汽车销售。

(1) 大宗商品批发业务

公司大宗商品批发业务包括批发零售、进出口业务、项目投资。公司是珠海地区最大物资贸易企业之一。公司的大宗商品贸易主要是为贸易公司提供贸易融资产生的。

华发商贸大宗商品批发的采购、销售模式主要是以销定购。华发商贸大宗商品批发业务的上下游客户较为稳定。华发商贸从一直有业务往来的客户了解其原材料及其他材料的需求，寻找有适合货源的企业为其供应货物。

主要的贸易模式包括：

第一类，优先选择业务。对于大型央企、国企和上市公司客户，华发商贸从上游供货商存货购货，运至客户的仓库，公司拥有货权、货到付款（支付货款的 70.00%~85.00%），给予下游一定的账期，应收账款回款后，公司将尾款付齐。尽管应收账款较多，但风险不大。

第二类，控货融资。对于下游民企规模较小的需求，客户需要先支付 20%的保证金，对于国内和进口业务不同分别开具 3 个月的远期信用证，为其提供融资服务；货物放在海关仓库，公司具有货权。

第三类，代理出口业务。此类业务规模较小，收取代理手续费，2,000 美元以下收取 0.25%，2,000~25,000 美元收取 0.2%，5,000 美元以上收取 0.15%。

华发商贸按照客户要求找到适合的货源后，其风控委员会做风险评估，以实际情况确定额度；华发商贸通过比价或谈判确定货源价格，并与上下游协商达成一致后，签订贸易合同，锁定货物价格及数量。在贸易过程中，华发商贸先通过预付货款方式为客户支付一部分货款，同时要求供货商给予一定的账期，再根据合同内容通过上下游货物交接、对账、收付货款、开具发票等流程完成业务。华发商贸采购预付货款账期一般为 1~3 个月内，预付款一般不超过 10.00%。

为控制贸易风险，主要贸易往来客户为国企、央企或其他大型企业，客户信誉度普遍较高，采购的商品一般不进行囤积，也不用配套仓储服务，无仓单质押情况。因此，公司贸易业务相对于一般贸易行业公司风险较低。

采购方面，公司大宗商品批发贸易品种涵盖钢材、管桩、焦炭、煤炭、燃料油等产品，2016 年，公司主要贸易收入前五大产品为燃料油、铜矿石、化工产品、液化气及有色金属，采购量分别为 113.21 万吨、20.49 万吨、6.29 万吨、3.89 万吨和 1.59 万吨，2016 年公司采购产品的种类与数量较 2014 年和 2015 年变化较大；采购价格方面，受行业产能过剩影响，2016 年铜矿石价格下降幅度较大，由 2015 年的 39,895.00 元/吨下降到 10,799.00 元/吨。

表 5 2014~2016 年公司大宗商品批发业务采购情况（单位：元/吨、万吨）

商品	采购均价			采购数量		
	2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
钢材	3,022	2,838	--	14.02	9.03	--
焦炭	1,011	--	--	94.83	--	--
煤炭	--	383	--	--	14.57	--

燃料油	5,200	4,771	4,857	8.56	57.10	113.21
重质油	4,698	--	--	10.49	--	--
进口铁矿砂	562	472	--	76.46	--	--
化工产品	--	7,976	6,539	--	21.90	6.29
铜	--	39,895	10,799	--	7.94	20.49
液化气	--	--	3,270	--	4.73	3.84
有色金属	--	--	46,800	--	--	1.59

资料来源：公司提供

注：2016年产品收入与单价情况仅统计收入前五大产品情况，对于当年收入相较前五大贸易品种较少的采购情况不再列示。

从公司贸易往来前五大上游供应商占比为变动情况看，2014~2016年，前五大供应商采购金额占比为分别为58.50%、57.41%和74.10%（如下表所示），呈波动增长趋势。总体看，公司贸易业务供应商集中度较高，但具体供应商名单及主要产品变动较大，公司不存在对单一供应商或贸易品种依赖度较高的风险。

表6 2014~2016年公司大宗商品批发业务前五大上游供应商（单位：亿元、%）

年份	客户名称	主要产品	采购金额	占比
2014年	香港华发投资控股有限公司	铜矿	8.39	19.68
	珠海鑫德物流有限公司	铁矿石、焦炭	4.88	11.44
	珠海粤裕丰钢铁有限公司	钢材	4.73	11.09
	YYF ENTERPRISES LIMITED	铁矿石	3.95	9.26
	广西铁投冠信贸易有限公司	燃料油	2.99	7.02
合计			24.96	58.50
2015年	广西铁投冠信贸易有限公司	燃料油等油品	9.49	15.85
	香港华发投资控股有限公司	铜矿	9.15	15.28
	茂名市振能基础油有限公司	燃料油等油品	7.24	12.09
	深圳市前海华天能源投资有限公司	燃料油等油品	4.72	7.88
	新海能源（珠海）有限公司	燃料油等油品	3.78	6.31
合计			34.37	57.41
2016年	上海尚融供应链管理有限公司	石油化工品	24.34	27.03
	天海金服（深圳）有限公司	有色金属	15.20	16.88
	香港华发投资控股有限公司	铜矿	11.06	12.28
	JIANGXI COPPER HONGKONG COMPANY LIMITED	铜矿	8.68	9.64
	航天科工深圳（集团）有限公司	有色金属	7.45	8.27
合计			66.74	74.10

资料来源：公司提供

销售方面，2014~2016年，公司主要销售产品变动较大，2016年，销售收入前五大产品燃料油、铜矿石、化工产品、液化气以及有色金属的销售数量分别为113.21万吨、20.49万吨、6.29万吨、3.84万吨和1.59万吨，销售均价分别为4,877元/吨、10,853元/吨、6,637元/吨、3,280元/吨和46,844元/吨，销售金额分别为55.21亿元、22.24亿元、4.17亿元、1.26亿元和7.45亿元。销售客户方面，2014~2016年，占比为分别为59.28%、54.67%和84.73%（如下表所示），整体看，公司贸易业务下游销售客户集中度较高，但具体客户名单及主要产品变动较大，公司不存在对单一下游销售客户或贸易品种依赖度较高的风险。

表 7 2014~2016 年公司大宗商品批发业务销售情况 (单位: 元/吨、万吨)

商品	销售平均单价			销售数量		
	2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
钢材	3,162.39	2,968	--	14.02	9.03	--
煤炭	1,025.64	387	--	94.83	14.57	--
燃料油	5,258.63	4,850	4,877	8.56	57.10	113.21
重质油	4,751.54	--	--	10.49	--	--
进口铁矿砂	563.14	475	--	76.46	21.90	--
化工产品	--	8,177	6,637	--	7.94	6.29
铜矿石	--	40,055	10,853	--	4.73	20.49
液化气	--	--	3,280	--	--	3.84
有色金属	--	--	46,844	--	--	1.59

资料来源: 公司提供

注: 2016 年产品收入与单价情况仅统计收入前五大产品情况, 对于当年收入相较前五大贸易品种较少的销售情况不再列示。

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。一般对国内上游供货方采取货到付款的方式结算, 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。

(2) 汽车销售业务

公司汽车销售业务由华发商贸下属子公司珠海华发汽车销售有限公司 (以下简称“华发汽车”) 负责。华发汽车合计拥有 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。截至 2016 年末, 华发汽车资产总额 2.14 亿元, 负债总额 1.28 亿元, 所有者权益 0.86 亿元。2016 年华发汽车净利润为 21.28 万元。2016 年公司汽车销售实现收入 3.36 亿元, 较上年增长 47.41%, 主要系公司新增雪佛兰以及华发汽车销售所致。汽车采购的结算方式主要为现金结算, 汽车销售主要以零售客户为主, 一般以现金结算, 并有少量定金。

总体看, 公司大宗商品贸易规模较大, 贸易收入占营业收入比重较大, 但毛利率水平相对较低, 对公司整体盈利贡献较小; 2016 年, 汽车销售业务收入增长较快, 但盈利能力有所下降。

4. 现代服务业务

公司现代物业服务业务由子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司及其下属公司负责, 主要包括物业管理、会展业务及酒店管理。2016 年, 公司现代服务业务实现收入 7.05 亿元。物业管理业务由下属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, 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 2016 年末, 华发物业资产总额 12.95 亿元, 负债总额 12.09 亿元, 所有者权益 0.86 亿元; 2016 年, 华发物业净利润 0.22 亿元。截至 2016 年末, 华发物业进行物业服务的物业面积 (不含路灯、管道以及海堤河渠等数据) 达 1,959.05 万平方米, 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 1,044.85 万平方米。

总体看, 2016 年, 公司现代服务业务收入规模有所增长, 为公司收入形成良好补充。

5. 在建项目

截至 2017 年 6 月末，公司重大的在建项目包括珠海高新区北围、十字门中央商务区土地一级开发、会展商务组团一期和会展商务组团二期项目等，其中十字门中央商务区等项目为珠海市重点建设项目。重大在建项目总投资为 452.50 亿元，已完成投资 215.36 亿元，尚需投资 237.14 亿元，公司项目资金投入规模较大，未来仍有一定的融资需求。

表 8 截至 2017 年 6 月末公司重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资	已完成投资额
十字门中央商务区土地一级开发	2010~2019	84.00	61.12
金湾航空新城土地一级开发	2013~2019	35.00	24.93
保税区二期土地一级开发	2014~2020	20.00	8.57
珠海高新区北围	2013~2023	140.00	17.22
会展商务组团一期	2013~2017	87.00	85.60
横琴国际金融中心大厦	2013~2019	43.00	13.97
会展商务组团二期	2017~2019	43.50	3.95
合计		452.50	215.36

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目较多且投资规模较大，公司仍有一定的融资需求，近年公司债务规模持续增长，债务负担有所加重，但公司在建项目为珠海市重点建设项目，其中部分项目的完工将成为公司新的收入与利润增长点。

6. 经营效率

受公司营业收入增长以及土地一级开发业务回款较多影响，2016 年，公司应收账款周转次数 7.41 次，较 2015 年的 3.47 次增长较快；公司存货周转次数以及总资产周转次数同样保持增长，但增幅不大，分别由 2015 年的 0.34 次和 0.22 次增长到 2016 年的 0.47 次和 0.24 次，主要系公司成本以及资产增长所致。由于公司收入增长较快所致，公司总资产周转率由 2015 年的 0.22 次增长到 2016 年的 0.24 次。

总体看，公司经营效率指标均有所增长，但整体水平仍较低，公司整体经营效率一般。

7. 经营关注

（1）债务负担加重

由于公司在建项目较多，目前处于项目建设的高峰期，未来项目大规模的投资将加大公司的融资压力，且由于近年公司债务规模持续增长，公司债务负担持续加重。

（2）回款与收益具有不确定性

公司土地一级开发业务规模大，主要集中在珠海市区内，受当地经济及房地产行业政策影响，土地需求将影响公司土地开发收入的实现，收益实现具有一定的不确定性。

（3）贸易板块风险

公司大宗商品批发业务为公司收入的主要来源，规模较大，宏观经济及政策对贸易收入的影响可能会加大贸易违约风险。

8. 未来发展

公司围绕三大主营业务板块，根据城市运营、商贸物流和现代服务的业务特点制定了相应的发展战略与规划。

公司的城市运营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，未来年力争实现 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。

商贸物流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。

现代服务业务（包括物业管理、酒店和会展等业务）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。

总体看，公司未来发展战略明晰，围绕公司三大业务板块制定未来发展规划，提升公司未来的可持续发展能力与品牌知名度。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年度合并财务报表均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报告，公司 2017 年三季度财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。2015 年新增 5 家纳入合并范围的子公司。2016 年，公司新增 3 家纳入合并范围的子公司，合并范围减少 1 家。2017 年 1~9 月，公司新增 1 家纳入合并范围的子公司。整体看，公司合并范围变化不大，主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

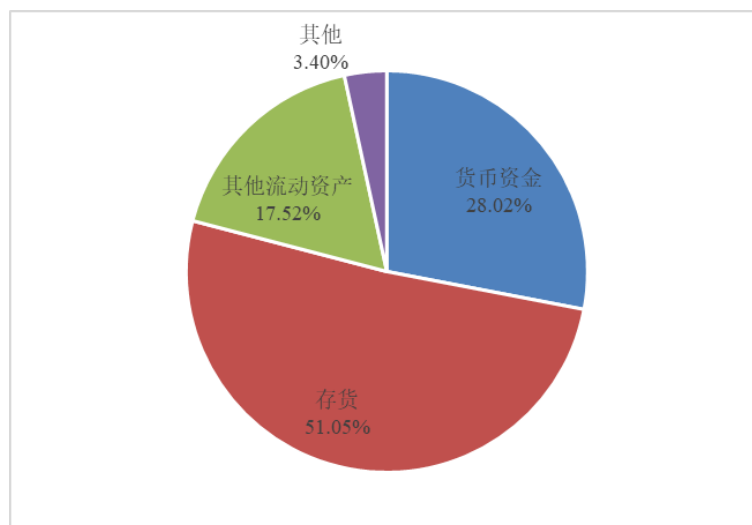
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模增长较快，年均复合增长 25.64%。截至 2016 年末，公司资产总额为 624.10 亿元，较年初增长 18.47%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 74.90%，非流动资产占 25.10%，流动资产占比较高。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 14.76%，主要系货币资金和其他流动资产增长所致。截至 2016 年末，公司流动资产 467.45 亿元，较年初增长 4.22%。

图 4 截至 2016 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金呈逐年增长趋势，年均复合增长 137.95%，增长幅度较大，主要系公司获得借款大幅增长所致。截至 2016 年末，公司货币资金为 130.98 亿元，公司货币资金受限金额为 4.06 亿元，受限资金占比为较小。

2014~2016 年，公司应收账款呈波动下降趋势，年均复合下降 53.29%。截至 2016 年末，公司应收账款账面价值 6.42 亿元，较年初下降 78.27%，主要系以前年度的土地出让应收款回收较多所致；账龄方面，账龄在 1 年以内的占比为 88.04%，1~2 年的占比为 6.18%，2~3 年的为 5.61%，3 年以上的为 0.17%，以 1 年以内为主，整体账龄较短；从集中度来看，应收账款前五名的客户占应收账款余额的 72.46%，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；应收账款累计计提坏账准备 0.45 亿元，计提比例为 6.52%。

2014~2016 年，公司存货呈波动增长趋势，年均复合增长 1.36%，近三年基本保持稳定。截至 2016 年末，公司存货账面价值 238.65 亿元，较年初小幅下降 4.60%，基本保持稳定，存货主要由开发成本（占 99.70%）构成。

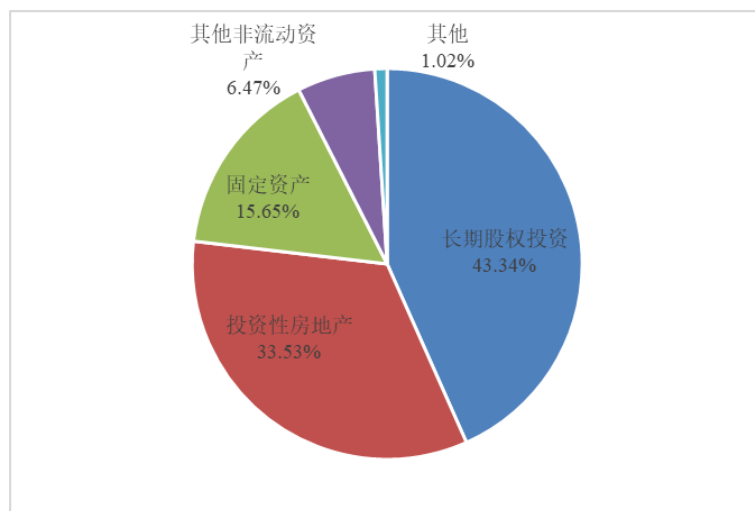
2014~2016 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 82.39%，其中 2015 年末，公司其他应收款为 83.37 亿元，较年初增长 92.86%，主要系与公司为提供资金使用效率，在华发集团体系内将闲置资金调剂给关联方有偿使用所致。截至 2016 年末，公司其他应收款为 1.34 亿元，较年初下降 98.39%，主要系关联方款项归还所致。

公司其他流动资产全部为委托贷款。2014~2016 年，公司其他流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 84.74%，截至 2016 年末，公司其他流动资产 81.91 亿元，较年初增长 189.09%，主要系公司为华发集团等关联方提供的委托贷款大幅增长所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产增长较快，年均复合增长 96.78%，主要系投资性房地产、固定资产和长期股权投资大幅增长所致。截至 2016 年末，公司非流动资产 156.66 亿元，较年初增长 100.10%。

图 5 截至 2016 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司长期股权投资呈逐年增长趋势，年均复合增长 374.91%。截至 2016 年末，公司长期股权投资为 67.89 亿元，较年初增加 62.70 亿元，主要公司对珠海金融投资控股集团有限公司（以下简称“珠海金控”）以及珠海华发集团财务有限公司等公司增资 55.27 亿元以及公司丧失珠海市海川地产有限公司的控制权，本期将其纳入长期股权核算，期末账面价值为 7.43 亿元所致。

2014~2016 年，公司投资性房地产呈逐年增长趋势，年均复合增长 42.37%，其中，截至 2015 年末，公司投资性房地产较年初增长 102.27%，主要系十字门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。截至 2016 年末，公司投资性房地产为 52.52 亿元，较年初小幅增长 0.21%，基本保持稳定。

公司固定资产主要为房屋及建筑物、运输设备和电子设备。2014~2016 年，公司固定资产呈快速增长趋势，年均复合增长 52.52%；其中，截至 2016 年末，公司固定资产为 24.51 亿元，较年初增长 27.53%，主要系子公司开发的保障房项目完成后转入固定资产核算所致，该项目为公司自建保障房项目，公司购买土地并投资建设，项目竣工后由公司持有并运营管理；固定资产累计计提折旧 4.05 亿元，固定资产成新率为 85.74%，成新率尚可。

2014~2016 年，公司其他非流动资产呈波动增长趋势，年均复合增长 568.08%。截至 2016 年末，公司其他非流动资产为 10.14 亿元，较年初增加 9.92 亿元，主要系当期新增企业间贷款 9.74 亿元所致。

受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限资产合计为 161.73 亿元，主要为在建工程以及土地使用权，受限资产占总资产的比重为 25.91%，资产受限比例较高。

截至 2017 年 9 月末，公司合并资产总额为 645.39 亿元，较年初增长 3.41%，基本维持稳定；资产结构方面，公司资产仍以流动资产为主，流动资产占比为 75.19%，较年初变化不大。

总体看，2016 年，受公司对珠海金控增资影响，公司资产规模快速扩大，资产构成以流动资产为主，但存货规模较大，且资产受限比例较高。整体看，公司资产质量一般。

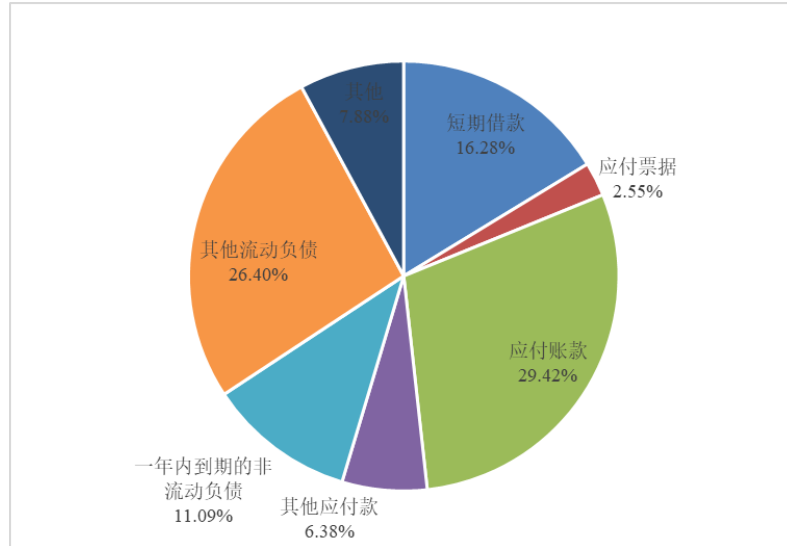
3. 负债及所有者权益

2014~2016 年，公司负债增长较快，年均复合增长率为 32.84%。截至 2016 年末，公司负债合计 359.01 亿元，较年初增长 19.89%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比为 63.32%，非流动负债占比为 36.68%，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2014~2016年，公司流动负债快速增长，年均复合增长46.70%，截至2016年末，公司流动负债227.31亿元，较年初增长39.39%，主要系当期新增其他流动负债所致。

图6 截至2016年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司短期借款呈波动增长趋势，年均复合增长18.67%。截至2016年末，公司短期借款为37.00亿元，较年初减少27.81%；公司短期借款主要由保证借款（占36.49%）、信用借款（占34.01%）和质押保证借款（占27.03%）构成。

2014~2016年，公司应付账款呈波动增长趋势，年均复合增长3.72%。截至2016年末，公司应付账款为66.87亿元，较年初减少14.41%，主要系对部分工程款进行偿还所致；从集中度看，应付账款金额前五名的客户占比为92.10%，集中度较高。

公司其他应付款主要为往来款和收取的项目建设保证金。2014~2016年，公司其他应付款呈逐年增长趋势，年均复合增长223.25%，其中，截至2015年末，公司其他应付款为14.36亿元，较年初增长934.22%，主要系主要系增加与香港华发投资控股有限公司的往来款13.44亿元所致。截至2016年末，公司其他应付款为14.50亿元，较年初小幅增长1.04%，基本保持稳定；从集中度看，其他应付款金额前五名的客户占比为92.90%，集中度较高。

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债呈波动增长趋势，年均复合增长59.59%。截至2016年末，公司一年内到期的非流动负债为25.21亿元，较年初增长740.50%，主要系一年内到期的长期借款较多所致。

截至2016年末，公司新增其他流动负债60.00亿元，全部为公司新发行的4期超短期融资债券，本报告将其纳入短期债务核算。

非流动负债

2014~2016年，公司非流动负债呈波动增长趋势，年均复合增长16.03%。截至2016年末，非流动负债131.70亿元，较年初小幅下降3.43%，基本保持稳定；非流动负债主要包括长期借款（占24.64%）、应付债券（占64.16%）和长期应付款（占7.77%）构成。

2014~2016年，公司长期借款呈波动下降趋势，年均复合下降29.05%。其中，截至2016年末，公司长期借款为32.45亿元，较年初下降55.70%，主要系部分借款即将到期转入一年内到期的非流

动负债所致；长期借款主要由保证借款（占 11.33%）、抵押借款（占 19.37%）、抵押担保借款（占 53.62%）和质押保证借款（占 15.68%）构成；期限分布方面，2018 年到期金额为 2.20 亿元，2019 年到期金额为 9.31 亿元，2020 年到期金额为 2.94 亿元，2021 年到期金额为 10.60 亿元，长期借款集中在 2019 年和 2021 年偿还。

2014~2016 年，公司应付债券呈逐年增长趋势，年均复合增长 68.24%；截至 2016 年末，公司应付债券为 84.50 亿元，较年初增长 76.74%，主要系新发行的公司债券合计 40.00 亿元所致，公司应付债券将在 2019 年到期 30.00 亿元、2020 年到期 15.00 亿元、2021 年到期 40.00 亿元。

截至 2015 年末，公司新增长期应付款 10.76 亿元，主要为子公司华发物业购买的由华金证券有限责任公司作为计划管理人发起的华发物业资产支持专项计划所致。截至 2016 年末，公司长期应付款为 10.24 亿元，较年初小幅下降 4.87%，基本保持稳定，长期应付款主要为子公司珠海华发物业管理服务有限公司购买的华发物业资产支持专项计划以及售后回租融资款，本报告将其计入长期债务核算。

债务方面，2014~2016 年，公司债务总额快速增长，年均复合增长 39.24%。截至 2016 年末，公司债务总额为 255.22 亿元，较年初增长 33.98%，其中短期债务 128.02 亿元（占 50.16%），长期债务 127.20 亿元（占 49.84%），短期债务较年初增长 118.21%，长期债务较年初下降 3.51%；公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 57.52%、49.05%和 32.42%，其中资产负债率较和全部债务资本化比率分别较年初增长 0.68 个百分点和 3.46 个百分点，长期债务资本化比率较年初下降 4.28 个百分点。

截至 2016 年末，公司合计发行永续债券 70.00 亿元，债券期限为 5+n 年，计入“所有者权益—其他权益工具”中。考虑到永续债券的性质及特点，将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，如下表中所示，若将永续债券认定为普通债券，2016 年末上述指标值均高于剔除前及剔除后的测算值。

表 9 永续债调整测算表（单位：%）

指标	调整前	调整至债务
资产负债率	56.84	68.74
全部债务资本化比率	45.59	62.50
长期债务资本化比率	36.70	50.27

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年 9 月末，公司负债合计 383.49 亿元，较年初增长 6.82%，主要系公司新发行超短期融资债券较多所致；负债结构方面，公司负债仍以流动负债为主，较年初变化不大。

总体看，2016 年，公司负债规模有所增长，且以流动负债为主；公司有息债务中长期债务占比为较高，债务结构较为合理；在剔除永续债对所有者权益的影响并将其认定为普通债券后，公司债务负担明显加重。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长 17.52%。截至 2016 年末，公司所有者权益 265.09 亿元，较年初增长 16.60%，主要系公司将 2016 年发行的两期永续债券合计 42.00 亿元计入其他权益工具中所致，归属于母公司所有者权益 239.63 亿元；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 4.17%、资本公积占 58.94%、其他权益工具占 29.08%、盈余公积占 0.35%和未分配利润占 7.58%，资本公积占比为最高，公司权益稳定性尚可。

截至 2017 年 9 月末，公司所有者权益 261.90 亿元，较年初小幅下降 1.21%，所有者权益保持稳定；归属于母公司所有者权益 236.48 亿元，归属于母公司所有者权益构成与年初变化不大。

总体看，近三年，公司所有者权益快速增长，但主要因未分配利润增长所致，且公司发行的永续债计入所有者权益所致；所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

受公司土地一级开发和大宗商品批发业务收入增长所致，2014~2016 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 27.16%；公司营业成本同样快速增长，年均复合增长 31.59%，营业成本增速快于营业收入增速。2014~2016 年，公司营业利润呈波动增长趋势，年均复合增长 19.35%，其中，2016 年，公司营业利润为 13.81 亿元，较上年增长 45.57%，主要系当期投资收益增长所致；公司获得投资收益 5.34 亿元，较上年增长 749.84%，主要为公司持有的珠海金控的股权按权益法核算产生的投资收益。

期间费用方面，2014~2016 年，公司费用总额呈逐年增长趋势，年均复合增长 37.10%。其中，2016 年，公司费用总额为 12.60 亿元，较上年增长 15.83%；从费用构成来看，公司期间费用以管理费用（占 32.92%）和财务费用（占 60.04%）为主，其中管理费用为 4.15 亿元，较上年增长 24.85%，主要系职工薪酬增加所致；公司财务费用为 7.57 亿元，较上年增长 12.13%，主要系债务增加使得利息支出增长所致。2016 年，公司费用收入比为 9.29%，较上年下降 1.30 个百分点，公司费用控制能力整体仍处于较好水平。

2014~2016 年，公司营业外收入呈波动增长趋势，年均复合增长 140.74%，2016 年为 0.10 亿元，营业收入规模较小，营业外收入对公司利润影响较小。2014~2016 年，公司利润总额呈波动增长趋势，年均复合增长 19.55%；公司净利润呈波动增长态势，年均复合增长 24.50%。2016 年，公司利润总额和净利润分别为 13.88 亿元和 10.54 亿元。

从盈利指标来看，2014~2016 年公司营业利润率分别为 19.54%、19.37%和 15.77%，呈逐年下降趋势。2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.58%、4.31%和 4.28%，其中总资本收益率和净资产收益率分别较上年增加 0.10 个百分点和 1.19 个百分点，总资产报酬率较上年下降 0.11 个百分点，整体看公司盈利能力变化不大。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 60.33 亿元，较上年同期下降 30.00%，主要系大宗商品批发收入下降所致；公司净利润为 5.66 亿元，较上年同期增长 24.76%，主要系当期获得较多投资收益所致。

总体看，2016 年公司营业收入增速较快，受投资收益大幅增长影响，公司利润水平有较好提升；但投资收益主要为公司持有的珠海金控股权权益法核算下产生的，公司整体盈利能力偏弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 42.03%，主要系公司收入规模增长所致，2016 年，公司经营活动现金流入量为 175.17 亿元，较上年增长 56.21%。2014~2016 年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 19.00%，2016 年，公司经营活动现金流出量为 142.72 亿元，较上年增长 18.54%；2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 32.45 亿元，由 2015 年的净流出转为净流入。2014~2016 年，公司现金收入比分别为 98.96%、105.93%和 126.89%，公司收入实现质量好，其中 2016 年现金收入比较高，主要系公司土地整理业务回款较多所致。

从投资活动来看,2014~2016年,公司投资活动现金流入量呈波动增趋势,年均复合增长 35.37%,其中,2016年,公司投资活动现金流入量为 32.10 亿元,较上年下降 23.75%,主要系公司收回委托贷款现金减少所致。2014~2016年,公司投资活动现金流出量呈逐年增长态势,年均复合增长 69.34%,其中,2016年,公司投资活动现金流出量为 140.16 亿元,较上年增长 115.25%,主要系公司对珠海金控增资 46.00 亿元以及发放委托贷款 59.47 亿元所致。2014~2016年,公司投资活动产生的现金流量净额均为净流出,分别为-31.36 亿元、-23.01 亿元和-108.06 亿元。

从筹资活动来看,2014~2016年,公司筹资活动现金流入量快速增长,年均复合增长 52.53%,主要系公司发行永续中票 42.00 亿元、发行债券与取得的借款合计 220.18 亿元所致;2016年,公司筹资活动现金流入量为 336.74 亿元,较上年增长 45.38%。2014~2016年,公司筹资活动现金流出量呈逐年增长趋势,年均复合增长 41.53%,主要系公司偿还债务支付的现金大幅增长所致;公司筹资活动现金流出量为 182.69 亿元,较上年增长 6.02%。2014~2016年,公司筹资活动产生的现金流量净额保持稳定增长,年均复合增长 69.65%,2016年为 154.05 亿元,较上年增长 159.74%。

2017年 1~9月,公司经营活动产生的现金流量净额为-23.75 亿元,投资活动产生的现金流量净额为-17.10 亿元,筹资活动产生的现金流量净额为 11.15 亿元。整体来看,公司在 2017年前三季度,经营活动与投资活动现金流量净额均呈净流出,且流出规模较大,筹资活动产生的净现金流入对现金流的覆盖程度较低。

总体看,2016年,经营活动现金流量净额由上年的净流出转为净流入;受公司对珠海金控增资影响,公司投资活动现金流量净额呈净流出且流动规模扩大,公司现金流主要依赖于筹资活动。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2014~2016年,公司流动比率分别为 3.36 倍、2.75 倍和 2.06 倍,呈下降趋势,流动比率仍保持较好水平;公司速动比率分别为 1.16 倍、1.22 倍和 1.01 倍;公司现金短期债务比分别为 0.63 倍、0.85 倍和 1.02 倍,呈逐年增长趋势,公司现金类资产对短期债务的保障能力较好。

从长期偿债能力指标看,2014~2016年,公司 EBITDA 分别为 14.17 亿元、22.21 亿元和 27.89 亿元,呈逐年增长趋势,主要系公司计入财务费用的利息支出及利润总额大幅增长所致;2016年,公司 EBITDA 由折旧(占 10.65%)、摊销(占 0.38%)、计入财务费用的利息支出(占 39.19%)和利润总额(占 49.78%)构成。2014~2016年,公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.33 倍、1.25 倍和 1.84 倍,EBITDA 对利息的保障程度仍属较好;公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.12 倍和 0.11 倍,EBITDA 对全部债务的保障程度偏弱。整体来看,公司长期偿债能力有待提高。

根据中国人民银行企业征信报告(机构信用代码:G1044040200879080J),截至 2017年 10月 17日,公司正常类未结清贷款 7 笔,无未结清和已结清的不良信贷记录,过往债务履约情况良好。

截至 2017年 9月末,公司无重大涉诉及仲裁情况。

截至 2017年 9月末,公司在各家银行获得授信额度合计 175.38 亿元,未使用额度 78.45 亿元,公司间接融资渠道通畅。

截至 2017年 9月末,公司对外担保余额合计 64.00 亿元,占公司净资产的 24.44%,截至目前被担保方经营状况良好,公司代偿风险较小。

表 10 截至 2017 年 9 月末公司对外担保明细 (单位: 亿元)

被担保人	担保类型	担保金额	被担保人债务到期时间
珠海华发集团有限公司	抵押担保	21.00	2018/01/20
珠海华发集团有限公司	抵押担保	19.00	2018/05/11
珠海华发集团有限公司	抵押担保	6.00	2020/06/16
珠海中冶置业有限公司	抵押担保	18.00	2018/03/20
合计		64.00	--

资料来源: 公司提供

总体看, 公司短期偿债能力较强, 长期偿债能力有待提升, 在考虑永续债券的性质, 将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务 (因其存在偿付的可能) 进行偿债指标测算后, 公司债务水平均有所增长。

八、本次公司债偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 9 月末, 公司全部债务为 299.32 亿元, 本次拟发行公司债额度为不超过 20.00 亿元, 总发债额度相对于公司债务规模适中, 对公司整体债务负担影响一般。

以 2017 年 9 月末财务数据为基础, 假设募集资金净额为 20.00 亿元, 本次公司债券发行后, 在其他因素不变的情况下, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 59.42%、53.35% 和 34.67% 增至 60.64%、54.96% 和 37.78%; 再将永续债调整到债务中, 本次公司债券发行后, 在其他因素不变的情况下, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 70.27%、65.82% 和 52.13% 增至 71.16%、67.00% 和 54.41%, 公司债务负担有所加重, 考虑到本次公司债券筹集资金将部分用于偿还现有债务, 实际影响小于理论估算值。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2016 年相关财务数据为基础, 公司经营活动产生的现金流入量为 175.17 亿元, 为本次公司债券发行额度 (20.00 亿元) 的 8.76 倍, 经营活动现金流入量对本次公司债券保障能力较好; 公司经营性净现金流为 32.45 亿元, 为本次公司债券发行额度 (20.00 亿元) 的 1.62 倍, 经营性净现金流对本次公司债券保障能力较好; 公司 2016 年 EBITDA 为 27.89 亿元, 为本次公司债券发行额度 (20.00 亿元) 的 1.39 倍, EBITDA 对本次公司债券保障能力较好。

综合以上分析, 并考虑到公司在行业经验、规模实力等方面具有一定的区域竞争优势, 未来预计可通过持续经营实现较稳定的现金流, 联合评级认为, 公司对本次公司债券的偿还能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本次债券由华发集团提供担保, 根据华发集团为本次债券向债券持有人出具的担保函, 华发集团为公司发行的不超过 20.00 亿元的公司债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括本次债券持有人因持有本次发行的债券而对公司享有的债权本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

(1) 华发集团概况

华发集团前身为珠海经济特区发展公司华发旅游商场，1987年4月经广东省珠海经济特区管理委员会（珠特函[1987]99号）批准更名为珠海经济特区华发公司；1989年1月经广东省珠海经济特区管理委员会（珠特函[1989]2号）批准更名为珠海经济特区发展公司；1991年11月更名为珠海经济特区华发集团公司，注册资本为4.00亿元。2008年12月，公司进行公司制改制，公司性质由全民所有制变更为国有独资有限责任公司并更名为现名。后经历次增资，截至2016年末，华发集团注册资本为11.20亿元，珠海市国资委为华发集团唯一股东及实际控制人。

华发集团经营范围：房地产开发经营（凭资质证书经营）；房屋租赁；轻工业品、黑金属等商品的出口和轻工业品、仪器仪表等商品的进口（按粤经贸进字[1993]254号文经营），保税仓储业务（按海关批准项目），转口贸易（按粤经贸进字[1995]256号文经营）；建筑材料、五金、工艺美术品、服装、纺织品的批发、零售；项目投资及投资管理。

截至2016年末，华发集团本部拥有战略投资管理中心、人力资源管理中心、财务管理部、资金管理部、监察审计室、总经办、信息管理部、总务部、工会、党委办、纪检办等职能部门。截至2016年末，华发集团合并范围拥有子公司248家；控股上市子公司3家—珠海华发实业股份有限公司（股票代码：600325.SH，以下简称“华发股份”，2016年末持股比例28.67%）、卓智控股有限公司（股票代码：0982.HK，2016年末持股比例40.33%）和珠海华金资本股份有限公司（原力合股份有限公司，股票代码：000532.SZ，2016年末持股比例28.46%，控股不合并）。

截至2016年末，华发集团合并资产总额1,891.63亿元，负债合计1,427.58亿元，所有者权益（含少数股东权益）464.05亿元，其中归属于母公司所有者权益241.43亿元。2016年，华发集团实现合并营业收入321.37亿元，净利润（含少数股东损益）20.74亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.31亿元；经营活动产生的现金流量净额185.88亿元，现金及现金等价物净增加额112.12亿元。

华发集团注册地址：珠海市拱北联安路9号；法定代表人：李光宁。

(2) 担保人经营分析

经营概况

华发集团经过30多年的发展，目前已实现由单一的区域型房地产企业转型为以城市运营、房产开发、金融产业、产业投资为四大核心主业，以商贸服务、文体教育及现代服务等为综合配套业务的“4+1”业务格局。受房地产和大宗商品批发业务收入大幅增加带动，2014~2016年，华发集团实现营业收入分别为172.43亿元和211.03亿元和321.37亿元，呈快速增长趋势；华发集团主营业务占营业收入的比重分别为98.10%、97.67%和97.35%，华发集团主营业务突出。

表11 2014~2016年华发集团主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	68.40	40.44	35.93	78.37	38.03	30.31	125.51	40.12	33.28
土地一级开发	31.43	18.58	53.53	39.04	18.94	48.99	43.09	13.77	45.47
金融类业务	3.68	2.18	99.47	7.29	3.54	99.95	7.34	2.34	99.91

大宗商品批发	58.18	34.40	1.38	71.73	34.80	0.97	123.51	39.48	0.45
汽车销售	3.05	1.80	7.94	2.26	1.10	7.87	3.34	1.07	6.98
物业服务	2.15	1.27	0.75	2.44	1.19	14.25	2.91	0.93	18.70
其他主营业务	2.26	1.34	36.93	4.97	2.41	-2.21	7.18	2.29	0.53
合计	169.15	98.10	27.76	206.10	100.00	24.88	312.87	100.00	22.39

资料来源：华发集团审计报告

分板块看，华发集团各主要业务板块收入规模均有不同程度的增长。2014~2016年，受交付房屋结转的销售收入增加影响，近三年分别为68.40亿元、78.37亿元和125.51亿元，华发集团房地产销售收入保持快速增长；2014~2016年，土地一级开发业务收入分别为31.43亿元、39.04亿元和43.09亿元，呈逐年增长趋势，主要系高新区北围土地一级整理项目开始确认收入所致；大宗商品批发业务收入分别为58.18亿元、71.73亿元和123.51亿元，呈逐年增长趋势，主要系公司销售的燃料油及铜产品收入增长所致。近三年，作为华发集团核心突破板块的金融板块业务快速发展，全牌照业务格局逐步完善，收入来源包括利息收入、手续费及佣金收入、顾问咨询费、担保收入等，内业务规模不断扩大，收入水平较上年均有不同程度提高，但金融类业务收入规模较小，对公司整体收入规模影响不大。

毛利率方面，2014~2016年，华发集团房地产业务毛利率分别为35.93%、30.31%和33.28%，呈波动下降趋势，2016年，受益于珠海地区项目销售价格的上涨，房地产业务毛利率较上年上升2.97个百分点；2014~2016年，华发集团土地一级开发业务毛利率呈逐年下降趋势，分别为53.53%、48.99%和45.47%，呈逐年下降趋势，主要系高新区北围土地一级开发项目工业用地占比较高，导致毛利率较低；因华发集团控制贸易风险，调低盈利预期，使得大宗商品批发业务利润水平维持在较低水平但整体较为稳定，近三年大宗商品批发业务毛利率分别为1.38%、0.97%和0.45%；金融板块各业务毛利率水平很高，是华发集团利润的重要补充。汽车销售、物业服务等配套板块在华发集团持续的培育下保持收入增长趋势，但对利润贡献小；华发集团毛利率分别为27.76%、24.88%和22.39%。

总体看，受房地产以及大宗商品批发业务收入增长较快影响，华发集团营业收入规模大幅增长，华发集团毛利率水平基本保持稳定。

房地产开发板块

华发集团房产开发业务仍主要由华发股份负责。华发股份于2004年2月在上海证券交易所上市，截至2016年末，华发集团对其持股比例为28.67%（直接持有24.35%，通过下属子公司持有4.32%）。华发股份作为华发集团合并范围内的上市子公司，拥有较为独立的经营权。

2016年，华发股份实现营业收入132.99亿元，较上年增长60.07%；其中房地产销售收入125.40亿元，较上年增长60.23%。分区域看，2016年华发股份房地产销售收入中珠海地区占74.93%，两广地区（主要为南宁）占13.77%，辽宁地区（沈阳、大连、盘锦）占9.11%，内蒙古地区（包头）占2.19%。

华发股份经营模式以自主开发销售为主，并逐步开展合作开发等多种经营模式，主要开发产品为住宅、车库及商铺，住宅项目占比为高。区域布局方面，华发股份继续推进“珠海为战略大本营，广州、上海、武汉等一、二线核心城市重点突破”的战略部署。在继续保持珠海市场上龙头地位的基础上，进一步加大对上海、广州、武汉等城市的布局力度，同时对其他选定的重点城市持续关注并择机进入。目前华发股份项目主要分布在珠海、上海、广州、武汉和南宁等区域。

受益于近年来项目储备的增加，华发股份2016年项目开发步伐不断加快，当期新开工面积达

235.42 万平方米（主要集中在中山、珠海、广州、武汉等），较上年增长 7.15%，连同已动工项目的分期开发，截至 2016 年末在建面积合计 567.31 万平方米（较上年增长 25.64%），分属于 43 个项目，年内竣工面积 133.56 万平方米。

2016 年，华发股份开发投资项目总建筑面积 736.64 万平方米，涉及 9 个城市，其中珠海占比为 41.15%，中山占比为 12.81%，武汉占比为 12.12%，广州占比为 8.17%，南宁占比为 7.63%，上海占比为 7.10%，其他为威海、苏州和大连（合计占 11.02%）。

表 12 2014~2016 年华发股份房地产开发业务指标（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
新开工面积	149.38	219.72	235.42
竣工面积	68.68	106.05	133.56
期末在建面积	286.00	451.53	567.31
合同销售面积	84.07	79.77	167.68
合同销售金额	80.35	133.00	357.25
合同销售均价	0.96	1.67	2.13

资料来源：华发集团提供

注：由于统计口径不同，数据存在一定差异，但不影响报告中分析内容。

销售方面，2014~2016 年华发股份分别实现签约销售面积 84.07 万平方米、79.77 万平方米和 167.68 万平方米，其中 2016 年较上年增长 110.20%，主要系珠海房地产市场回暖，公司销量增长所致；2014~2016 年，华发股份实现签约销售金额分别为 80.35 亿元、133.00 亿元和 357.25 亿元，其中 2016 年较上年增长 168.61%。从销售价格上看，得益于战略布局的优化和部分城市房地产市场发展的契机，华发集团 2016 年销售均价大幅增长至 2.13 万元/平方米。华发集团销售区域上仍以珠海市为主，同时还有中山、上海、武汉、大连等地的项目；其中珠海大区（珠海、中山）实现销售金额 233.53 亿元，上海大区实现销售 66.44 亿元，广州大区实现销售 36.48 亿元。

土地储备方面，2016 年，华发股份通过合作开发和公开竞买土地等方式新增房地产项目建筑面积合计 69.81 万平方米，其中，直接以公开竞买方式获得的土地投资总价约 25.66 亿元，主要分布于珠海、苏州和威海等。此外，华发集团通过一级土地开发模式进入北京市场（朝阳区将台乡铁路大环内一级开发项目），同时本年开拓海外市场至美国旧金山。华发股份目前在建和拟建项目土地用途以商住为主，土地取得方式主要为公开竞买，部分项目采取合作开发、项目并购、城市更新等多种投资方式，进一步拓宽投资渠道，在一定程度上降低了华发集团购地资金支出的压力和风险。截至 2016 年末，华发股份土地储备（不含北京）面积约 365.73 万平方米，规划计容建筑面积合计 790.19 万平方米，项目储备充足。以土地面积算，截至 2016 年末，前五大城市（盘锦、珠海、威海、中山、沈阳）占地面积（共计 300.52 万平方米）占总土地储备面积 82.17%，集中度高。以土地投资成本测算，珠海地区占土地总投资金额比例为 26.88%、一二线核心城市占土地总投资金额比例为 53.89%。2016 年末，华发股份“存货-开发成本”中在建项目概算总投资约 1,698.75 亿元，截至 2016 年末已投资约 739.16 亿元。华发股份在建和储备房地产项目投资规模大，一方面为未来销售提供支撑，另一方面带来一定的资金压力。

总体看，华发集团房地产板块投资及销售情况较上年均有不同程度增长，在建项目主要集中在珠海、武汉、广州、上海等一二线核心城市，项目储备主要集中在珠海和中山、部分项目位于东北地区，在建及储备项目主要为 2016 年前取得的土地，增值收益明显。但同时，华发集团未来销售情况易受区域房地产市场行情、宏观调控及房地产政策等影响，收入及利润实现或将有所波动。

城市运营

华发集团城市运营板块主要由综合发展负责，详见本报告综合发展经营分析。

金融及产业投资

华发集团金融板块经营主体主要是子公司珠海金控（截至 2016 年末华发集团及其旗下子公司合计持股比例 91.36%）和珠海华发集团财务有限公司（以下简称“华发财务”）。

珠海金控成立于 2012 年，定位为珠海及横琴新区营运国有金融资产、进行产业投资的核心平台。利用珠海连接粤港澳“桥头堡”的区位优势 and 横琴自贸区先行先试的政策优势，珠海金控经过四年多的发展，通过新设或收购等方式，已初步形成覆盖证券、期货、金融租赁、保险、基金、各类收益权交易平台、担保、小贷、小额再贷等多个领域，布局深圳、香港、北京、上海、天津等核心金融城市的综合性金融投资控股集团。

截至 2016 年末，珠海金控旗下参控股金融机构 13 家、准金融机构 8 家、类金融机构 52 家。按业务类型可分为核心金融业务、创新金融业务和配套金融业务三大类。珠海金控发起设立横琴人寿（不纳入合并范围）、受托管理珠海城发基金。目前华发集团正在申请消费金融、公募基金牌照，已基本实现金融产业全牌照布局（除信托牌照外）。

截至 2016 年末，珠海金控注册资本 68.45 亿元（2017 年 1 月完成工商变更），资产总额 269.89 亿元，所有者权益 107.86 亿元；2016 年全年实现营业总收入 3.96 亿元，净利润 5.33 亿元（其中，投资收益 13.62 亿元）。

华发财务是根据中国银监会批准设立，注册资本 15 亿元，主要经营范围为对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；办理成员单位之间的委托贷款；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；从事同业拆借等。

截至 2016 年末，华发财务注册资本 15.00 亿元，资产总额 212.51 亿元，所有者权益 23.56 亿元；2016 年全年实现营业收入 4.57 亿元，实现净利润 2.27 亿元。

此外，华发集团还参股了包括珠海华润银行、珠海农村商业银行、厦门国际银行、华通金融租赁、横琴人寿等核心金融机构，每年可获得稳定的投资收益。

华发集团金融板块收益包括计入营业收入的手续费及佣金净收入、顾问咨询费收入、担保业务收入、利息净收入等，及华发集团对外投资所获取的投资收益。2016 年，华发集团金融板块实现营业收入 7.34 亿元，其中利息净收入 4.77 亿元（主要来自华发财务），较上年增长 1.46%；手续费及佣金收入 1.89 亿元（主要来自华金证券），较上年增长 5.22%。2016 年，华发集团获得投资收益 13.07 亿元，主要系参股华润银行、珠海农商行、华通金租等获得的股权投资收益、持有和处置债券、基金、资管计划等所得。

表 13 华发集团主要参控股金融企业（单位：亿元、%）

业务分类	公司名称	主营业务	持股比例	注册资本	是否纳入合并范围
核心金融业务	华金证券股份有限公司	证券经纪，证券投资咨询，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，证券自营，证券承销与保荐，代销金融产品，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，为期货公司提供中间介绍业务	70.38	32.00	是
	华金期货有限公司	商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理	91.36	6.00	是
	华金金融(国际)控股有限公司	服务业	91.36	0.50 亿美元	是
	珠海华发集团财务有限公司	金融业	91.01	15.00	是

	横琴华通金融租赁有限公司	融资租赁业务等	35.00	20.00	否
	横琴人寿保险有限公司	普通型保险；健康保险；意外伤害保险；分红型保险；万能型保险；再保险业务等	20.00	20.00	否
	厦门国际银行股份有限公司	银行业	2.18	83.86	否
	珠海农村商业银行股份有限公司	银行业	9.90	21.88	否
	珠海华润银行股份有限公司	银行业	22.53	56.38	否
创新金融业务	横琴国际知识产权交易中心有限公司	服务业	46.45	1.00	是
	广东金融资产交易中心有限公司	金融服务业	49.00	1.00	否
	珠海产权交易中心有限责任公司	为各类产权交易提供服务	91.36	1.00	是
配套金融业务	珠海城市发展投资基金	投资基金	0.24	42.30	否
	珠海华金融资担保有限公司	融资担保	91.36	3.00	是
	珠海市粤科金控小额贷款股份有限公司	小额贷款等	40.00	1.00	否

资料清单：华发集团提供

华发集团利用自身产业和资金优势，成立产业投资板块，经营主体包括华金资本（持股比例 28.46%）、英飞尼迪投资控股集团有限公司（持股比例 49.00%）和珠海科技创业投资有限公司（实际控制人珠海市国资委，委托华发集团经营管理）等；同时，华发集团也积极通过与外部机构成立股权投资管理基金的方式进行项目投资。华发集团新增财务性投资项目（包括合作平台）47 个，投资金额 16.06 亿元。截至 2016 年末，华发集团累计参与财务性投资项目 124 个，累计投资金额 32.95 亿元。

总体看，未来随着国家推动金融业服务实体经济及金融市场的进一步发展，华发集团有望利用下属金融全牌照平台进一步做大、做强，发挥行业协同效益，业务领域和利润水平不断提高。但同时，珠海金控下属证券、期货、金融租赁、人寿保险等牌照业务尚处于培育期，竞争力偏弱；同时，受强监管、合规趋严的影响，华发集团风控团队有待补充，风控能力有待提升。

大宗商品批发

华发集团商贸服务板块由综合发展负责，详见本报告综合发展经营分析。

（3）担保人财务分析

华发集团提供的 2014~2016 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年华发集团新增纳入合并范围的控股子公司 42 家；2016 年华发集团新增纳入合并范围的控股子公司 29 家，其中 27 家为新设公司，2 家为非同一控制下企业合并，新增控股子公司期末净资产总计 22.80 亿元，合并范围的变化对华发集团财务数据可比性影响不大。2016 年，华发集团纳入合并范围的子公司合计 133 家。

截至 2016 年末，华发集团合并资产总额 1,891.63 亿元，负债合计 1,427.58 亿元，所有者权益 464.05 亿元，其中归属于母公司所有者权益 241.43 亿元。2016 年，华发集团实现合并营业收入 321.37 亿元，净利润 20.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额 185.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 112.12 亿元。

资产质量

2014~2016 年，随着经营规模的扩大，华发集团资产总额保持快速增长趋势，年均复合增长 24.17%。截至 2016 年末，华发集团合并资产总额 1,891.63 亿元，较年初增长 20.10%，主要系流动资产以及非流动资产均呈逐年增长所致；从构成看，华发集团流动资产和非流动资产占比分别为 82.27% 和 17.73%，资产结构以流动资产为主。

2014~2016年，华发集团流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长23.76%。截至2016年末，华发集团流动资产较年初增长21.61%至1,556.24亿元，主要系存货、货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、买入返售金融资产等增长所致；从构成看，华发集团流动资产以存货（占68.87%）、货币资金（占13.47%）、存放同业及其他金融机构款项（占5.07%）为主。

2014~2016年，华发集团货币资金呈逐年增长趋势，年均复合增长56.62%。截至2016年末，华发集团货币资金209.59亿元，较年初增长94.34%，主要系预收售楼款、土地一级开发回款增加以及借款获得的现金增长所致；年末受限货币资金21.30亿元（受限资金比重10.16%），主要为借款及应付票据保证金和存放中央银行法定存款准备金。

2014~2016年，华发集团存放同业及其他金融机构款项呈逐年增长趋势，年均复合增长28.87%。截至2016年末，华发集团存放同业及其他金融机构款项78.90亿元，较年初增长12.15%，全部为存放境内银行同业。

2014~2016年，华发集团以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产呈逐年增长趋势，年均复合增长106.75%。华发集团以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是华发集团购买的债券和股票投资（以债券为主），截至2016年末账面余额为41.34亿元，较年初增长185.01%，主要系债券投资增加所致。

2014~2016年，华发集团预付款项呈波动下降趋势，年均复合下降29.71%。截至2016年末，华发集团预付款项较年初增长7.38%至49.08亿元，主要包括预付土地出让金、预付货款等。

2014~2016年，华发集团买入返售金融资产呈逐年增长趋势，年均复合增长376.52%。截至2016年末，华发集团买入返售金融资产较年初增长426.57%至31.79亿元，主要系银行间质押式买入返售增加所致。按标的物划分，债券占比为86.20%、股票占比为13.87%。

华发集团存货主要由开发成本、开发产品及出租开发产品等构成，2014~2016年，华发集团存货呈逐年增长趋势，年均复合增长22.50%。截至2016年末，存货较年初增长13.10%至1,071.80亿元。2016年末华发集团存货中开发成本982.86亿元，较年初增加88.99亿元，主要系新购置土地及在建项目持续投入所致，开发成本中较年初末增加较多的项目包括苏州姑苏院子、武汉华发外滩荟、苏州华发公园首府、上海静安府等。华发集团存货中开发成本以房地产项目为主，此外还有部分一级土地开发成本。2016年末华发集团存货中开发产品净值75.20亿元，较年初增加31.78亿元，主要新增完工项目包括珠海华发城建未来荟国际花园、南宁华发新城、珠海华发山庄、广州华发四季等。年末计提存货跌价准备982.45万元。

2014~2016年，华发集团其他流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长26.11%。截至2016年末，华发集团其他流动资产46.04亿元，较年初增长11.03%，主要系预交税费增加所致；其中长期股权投资占30.19%、固定资产占29.34%、可供出售金融资产占15.80%、持有至到期投资占10.88%。

2014~2016年，华发集团可供出售金融资产呈波动增长趋势，年均复合增长78.46%。截至2016年末，华发集团可供出售金融资产52.98亿元，较年初增加41.90亿元，主要系新增可供出售债务工具、可供出售权益工具投入及可供出售权益工具持有期间公允价值变动所致。年末华发集团可供出售金融资产中可供出售债务工具32.26亿元，采用公允价值计量；可供出售权益工具20.72亿元，其中按公允价值计量的系华发集团认购的“和谐并购安华私募投资基金”，年末公允价值变动4.04亿元（账面价值5.56亿元），按成本法计量的权益工具系华发集团参与设立的投资基金、参股投资企业，投资金额较大的包括厦门国际银行股份有限公司（3.00亿元）、IDG成长基金（2.55亿元）、珠海英飞尼迪创业投资基金（有限合伙）（1.45亿元）、珠海横琴新区丰铎股权投资基金合伙企业（有限合伙）（1.31亿元）、久隆财产保险有限公司（1.00亿元）等，以股权投资和金融类企业为主。

华发集团持有至到期投资主要系华发集团持有的资产管理计划和同业存单，2014~2016年，呈逐年下降趋势，年均复合下降35.00%。截至2016年末，华发集团持有至到期投资为36.50亿元，较年初下降47.56%，主要系部分投资到期赎回所致。

2014~2016年，华发集团长期股权投资呈逐年增长趋势，年均复合增长89.16%。截至2016年末，华发集团长期股权投资101.24亿元，较年初增长20.25%，主要系增加对珠海情侣海岸建设有限公司、珠海华润银行股份有限公司、横琴人寿保险有限公司等的股权投入。2016年末，华发集团投资金额较大的长期股权投资包括珠海华润银行股份有限公司（25.93亿元）、上海华泓钜盛房地产开发有限公司（22.39亿元）、珠海华金资本股份有限公司（13.43亿元）、珠海科技创业投资有限公司（9.28亿元）等金融及产业投资类、房地产及代建市政项目公司。

2014~2016年，华发集团投资性房地产呈波动下降趋势，年均复合下降30.46%。截至2016年末，华发集团投资性房地产23.61亿元，较年初小幅增长0.42%，基本保持稳定；2016年末华发集团投资性房地产全部为持有的华发商都项目，根据华信众合评报字[2017]第Z-105号评估报告，年末公允价值23.61亿元，本年度公允价值变动增加990.76万元。

2014~2016年，华发集团固定资产呈快速增长趋势，年均复合增长124.67%。截至2016年末，华发集团固定资产98.40亿元，较年初增长5.79%，基本保持稳定；固定资产累计计提折旧10.41亿元，减值准备0.23亿元，固定资产成新率为90.24%，成新率较好。

2014~2016年，华发集团递延所得税资产呈快速增长趋势，年均复合增长90.94%。截至2016年末，华发集团递延所得税资产较年初增长255.30%至11.74亿元，主要系预收账款之预计利润形成的递延所得税资产、土地增值税准备形成的递延所得税资产等增加所致。

截至2016年末，华发集团受限资产账面价值合计585.00亿元，占资产总额的30.93%，公司受限资产规模较大，受限比例较高。

总体看，随着经营规模的扩大，华发集团资产总额不断增长，资产构成仍以存货、货币资金等流动资产为主，符合其房地产开发及土地一级开发为主业的特征。华发集团整体资产质量较好。

负债及所有者权益

2014~2016年，华发集团负债呈逐年增长趋势。受预收款项、其他流动负债、其他应付款等流动负债和应付债券增加影响，华发集团负债总额较年初增长19.14%至2016年末的1,427.58亿元。从构成看，截至2016年末，流动负债占54.63%，非流动负债占45.37%，负债结构比较均衡。

2014~2016年，华发集团流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长20.69%。截至2016年末，华发集团流动负债较年初增长36.01%至779.85亿元，其中预收款项占32.18%、一年内到期的非流动负债占16.71%、应付账款占12.43%、其他应付款占11.78%，短期借款比重有所下降，预收款项占比为大幅上升。

2014~2016年，华发集团短期借款波动下降，年均复合下降31.52%。截至2016年末，华发集团短期借款较年初下降66.81%至55.30亿元，以保证借款和质押保证借款为主。

华发集团预收款项主要为预收房款。2014~2016年，华发集团预收款项呈快速增长趋势，年均复合增长119.80%。华发集团预收款项较年初增加165.95亿元至250.98亿元，主要系预收楼款、预收股权转让款等增加所致。

2014~2016年，华发集团其他应付款呈波动增长趋势，年均复合增长17.32%。截至2016年末，华发集团其他应付款较年初增长72.25%至91.87亿元，主要系产权交易中心收到46.00亿元股权交易保证金所致。

2014~2016年，华发集团其他流动负债呈快速增长趋势，年均复合增长100.26倍。截至2016年

末，华发集团其他流动负债 60.03 亿元，较年初增加 60.00 亿元，主要系华发集团发行四期超短期融资券所致，本报告将超短期融资券纳入短期债务核算。

2014~2016 年，华发集团非流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长 28.55%。截至 2016 年末，华发集团非流动负债为 647.73 亿元，较年初增长 3.66%；从构成看，以长期借款（占 62.33%）和应付债券（占 34.95%）为主。受华发集团偿还部分长期借款及子公司新发债券影响，长期借款占非流动负债比重有所下降，应付债券比重有所上升。

2014~2016 年，华发集团长期借款呈波动增长趋势，年均复合增长 16.27%。截至 2016 年末，华发集团长期借款 403.76 亿元，较年初下降 12.64%，以抵押借款、保证借款等为主。截至 2016 年末，华发集团应付债券 226.38 亿元，较年初增加 80.94 亿元，主要系子公司华发股份发行公司债（“16 华发 01”~“16 华发 05”共五期，金额合计 69.82 亿元）、华发综合发展发行公司债（“16 华综 01”、“16 华综 02”，金额合计 39.90 亿元）所致。

华发集团长期应付款主要为华发物业资产支持证券和售后回租融资款。截至 2016 年末，华发集团长期应付款为 10.54 亿元，较年初下降 1.63%，基本保持稳定，本报告将资产支持证券和售后回租融资款计入长期债务核算。

债务方面，2014~2016 年，华发集团债务呈逐年增长趋势，年均复合增长 15.78%。截至 2016 年末为 944.40 亿元，较年初增长 2.00%。2016 年末华发集团债务中短期债务占比为 33.07%（较年初下降 0.42 个百分点），长期债务占比为 66.93%，华发集团债务结构以长期债务为主，较年初变化不大。华发集团融资手段仍以长、短期借款和债务融资工具为主，受短期借款部分偿还及华发集团发行债券影响，债务融资工具融资比重较年初有所上升。截至 2016 年末，华发集团的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.47%、67.04%和 57.98%，较年初分别下降 0.61 个百分点、4.03 个百分点和 4.17 个百分点，华发集团债务负担有所减轻。

将 2015~2016 年华发集团发行的永续债（近两年末账面余额分别为 28.00 亿元、69.69 亿元）调入债务后，2015~2016 年末，华发集团有息债务规模分别为 953.84 亿元、1,014.09 亿元（较年初增幅为 6.32%），资产负债率（调整永续债后）分别为 77.85%、79.15%，全部债务资本化比率（调整永续债后）分别为 73.22%、72.00%。考虑到华发集团负债中预收账款规模较大且年内增加较多，华发集团实际负债水平轻于上述指标值。

总体看，受少数股东权益增长、永续债发行及留存收益增加影响，华发集团所有者权益规模稳步增长。同期，随着经营规模的扩大及房地产预收款项的增加，负债总额逐年增加，债务负担有所减轻。

所有者权益

受永续债发行、子公司少数股东权益增长及留存收益增加等因素影响，2014~2016 年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长 24.45%。截至 2016 年末，华发集团所有者权益较上年增长 23.15%至 464.05 亿元。从构成看，实收资本占 2.41%，资本公积占 25.95%，其他权益工具占 15.02%，少数股东权益占 47.97%，少数股东权益占比较高，公司权益结构稳定性一般。

根据珠国资[2016]256 号《关于修改华发集团公司章程的批复》，华发集团 2016 年将资本公积 1.20 亿元转增实收资本，注册资本增至 11.20 亿元。同期，华发集团资本公积变动一方面系收到珠海市国资委增资款 1.88 亿元，另一方面系华发集团本部及下属子公司收购和处置少数股东股权引起的其他资本公积变动，2016 年末资本公积净值较上年增加 3.18 亿元至 120.42 亿元。

2016 年，子公司综合发展发行两期永续中期票据（“16 珠海华发 MTN001”、“16 珠海华发 MTN002”）本金合计 42 亿元，计入“所有者权益—其他权益工具”，加上 2015 年发行的永续中票

（“15 珠海华发 MTN003”），期末其他权益工具账面价值合计 69.69 亿元。

华发集团少数股东权益规模较大，主要是合并华发股份所致，2016 年末少数股东权益增长主要来自华发股份。

总体看，华发集团所有者权益中少数股东权益规模较大。受永续债发行、少数股东权益及留存收益增加影响，所有者权益规模持续上升；公司整体权益结构稳定性一般。

盈利能力

2014~2016 年，华发集团营业收入呈逐年增长趋势，年均复合增长 36.52%。2016 年，华发集团实现营业收入 321.37 亿元，较上年增长 52.29%，主要系房地产开发、大宗商品批发和土地一级开发业务收入增长所致。2014~2016 年，华发集团营业成本保持增长，年均复合增长 12.46%。2016 年华发集团营业成本较上年增长 56.71%至 249.86 亿元，成本增速略高于营业收入增速。2016 年实施营改增后，根据财政部规定，华发集团将“营业税金及附加”科目名称调整为“税金及附加”科目，同时将经营活动发生的房产税、土地使用税、车船使用税、印花税从“管理费用”项目重分类调整至“税金及附加”项目，2016 年华发集团税金及附加 15.10 亿元，较上年增加 4.57 亿元（主要系土地增值税增加所致）。受上述因素综合影响，2016 年华发集团营业利润率为 17.56%，较上年小幅下降 1.90 个百分点。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用呈逐年增长趋势，年均复合增长 25.71%，其中，2016 年期间费用为 38.54 亿元，较上年增长 3.72%。受销售规模扩大相应宣传推广、代理费增加和人员数量增长等因素影响，华发集团销售费用、管理费用延续上年上升趋势，较上年分别增长 46.20%、34.65%至 5.78 亿元、16.02 亿元；同期，受益于平均融资成本下降及华发集团经营管控提升，华发集团财务费用较上年下降 21.44%至 16.74 亿元。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 14.14%、17.61%和 11.99%，公司费用控制能力持续改善。

2014~2016 年，华发集团投资收益快速增长，年均复合增长 84.68%。2016 年，华发集团实现投资收益 13.07 亿元，较上年增加 1.45 亿元，受益于金融及产业投资板块的快速成长，投资收益已成为华发集团利润的重要补充。从构成看，2016 年华发集团投资收益中：权益法核算的长期股权投资收益 4.07 亿元（主要来自华润银行、珠海农商行、珠海润海投资、华通金租等）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益 2.16 亿元（主要来自华发集团持有的基金、债券、资管计划等）、持有至到期投资在持有期间的投资收益 4.56 亿元（主要来自华发集团持有的资管计划）。2014~2016 年，华发集团利润总额呈逐年增长趋势，年均复合增长 50.16%，其中，2016 年华发集团利润总额为 30.98 亿元，较上年增长 100.85%。

从盈利指标看，2016 年华发集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.90%、2.86%和 4.93%，较上年分别增加 0.32 个百分点、0.22 个百分点和 2.51 个百分点，盈利能力不断增强。

综合来看，受益于房地产、大宗商品贸易及土地一级开发收入的增加，华发集团营业收入较上年大幅增长，金融业务收入和投资收益对华发集团利润形成了良好补充，总资产收益率和净资产收益率指标呈现较大提升。但同时，受大宗贸易板块利润水平较低及税改影响，华发集团营业利润率较上年略有下降。未来，随着华发集团土地一级开发、房地产及金融板块业务的逐步推进，华发集团未来盈利能力有望进一步增强。

现金流

经营活动方面，2014~2016 年，随着房地产销售及土地一级开发板块回款增加、大宗商品贸易量的提升，华发集团经营活动现金流入量呈逐年增长趋势，年均复合增长 71.40%。2016 年，经营活

动现金流入量为 604.33 亿元，较上年增长 132.53%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 503.59 亿元，较上年增长 122.21%；收到其他与经营活动有关的现金 68.23 亿元，较上年增长 329.33%，主要系资金往来款增加所致。2014~2016 年，华发集团经营活动现金流出呈逐年增长趋势，年均复合增长 42.68%，其中 2016 年经营活动现金流出量为 418.46 亿元，较上年增长 67.75%，一方面系购买商品、接受劳务支付的现金（2016 年为 245.86 亿元）增长，另一方面系金融板块业务增加带动购置可供出售金融资产净减少额、回购业务资金净减少额、购置以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产净增加额等科目增长所致。2014~2016 年，华发集团经营活动净现金流呈逐年增长趋势，年均复合增长 3,304.57%，其中 2016 年为 185.88 亿元，较上年增加 175.44 亿元。2014~2016 年华发集团现金收入比分别为 103.08%、107.39% 和 156.70%，较上年增长 49.31 个百分点，收现质量不断提高。

投资活动方面，2014~2016 年，华发集团投资活动现金流入量呈波动增长趋势，其中，2016 年，华发集团投资活动现金流入量为 73.79 亿元，较上年下降 22.58%，主要系收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金减少所致。2014~2016 年，华发集团投资活动现金流出量呈逐年下降趋势，其中，2016 年，华发集团投资活动现金流出较上年下降 43.34% 至 177.37 亿元，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 103.48 亿元，较上年下降 31.71%，主要系土地一级开发中配套的自有房建类项目投入减少所致；投资支付的现金 71.52 亿元，较上年下降 55.72%，主要系对资产管理计划、股权投资较上年减少所致。2014~2016 年，华发集团投资活动现金流净额均呈净流出，但流出规模逐年下降，2016 年，华发集团投资活动现金流净额-103.58 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，华发集团筹资活动现金流入量呈逐年增长趋势，年均复合增长 24.54%，其中 2016 年，华发集团筹资活动现金流入量为 936.69 亿元，较上年增长 7.5%，其中取得借款收到的现金和发行债券收到的现金分别为 454.60 亿元和 206.34 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 182.37 亿元，吸收投资收到的现金 93.37 亿元（主要为子公司收到少数股东投资收到的资金）。2014~2016 年，华发集团筹资活动现金流出量呈逐年增长趋势，年均复合增长 80.43%，其中，2016 年，筹资活动现金流出量为 907.25 亿元，主要为偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金。华发集团收到和支付其他与筹资活动有关的现金增长主要系华金证券固收业务中借入和归还法人账户透支资金所致。2014~2016 年，华发集团筹资活动现金流量净额呈逐年下降趋势，其中，2016 年，筹资活动现金流量净额为 29.44 亿元，较上年的 245.72 亿元大幅下降。

总体看，受房地产、土地一级开发业务回款增多及商贸板块规模扩大带动，华发集团经营活动现金流入规模大幅增长，收入实现质量不断提高；华发集团前期资本投入逐步进入收益期，经营活动现金净流入能较好地覆盖投资活动现金净流出。受华发集团实施“调结构、去杠杆”等工作影响，筹资活动以偿还债务等支付的现金为主，筹资活动现金流量净额较上年大幅下降。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，华发集团流动比率分别为 1.90 倍、2.23 倍和 2.00 倍；速动比率分别为 0.56 倍、0.58 倍和 0.62 倍，流动比率和速动比率均呈波动增长趋势。2014~2016 年，华发集团现金短期债务比分别为 0.46 倍、0.64 倍和 1.11 倍，华发集团现金类资产对短期债务的覆盖程度逐年提高。整体来看，华发集团短期债务偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年华发集团 EBITDA 分别为 30.05 亿元、40.21 亿元和 54.43 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 52.61%，主要系利润总额增长所致；2016 年，华发集团 EBITDA 由折旧（占 7.77%）、摊销（占 1.17%）、计入财务费用的利息支出（占 34.14%）和利润总额（占 56.92%）构成。2014~2016 年，华发集团 EBITDA 利息倍数分别为 0.63 倍、1.87 倍和 2.93 倍，EBITDA 对利

息的覆盖程度逐年升高；华发集团 EBITDA 全部债务比分别为 0.04 倍、0.04 倍和 0.06 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。整体看，华发集团长期偿债能力有待提高。

截至 2016 年末，华发集团合并口径对外担保 24.66 亿元，担保比率 5.31%；其中，十字门公司对珠海中冶置业有限公司提供担保 24.65 亿元，华发股份为业主提供按揭购房贷款担保余额 33.77 万元。华发集团担保比率低，或有负债风险低。

截至 2016 年末，华发集团共计获得银行授信额度 1,584.60 亿元，尚未使用 629.41 亿元，华发集团间接融资渠道畅通。另外，华发集团合并范围内拥有 2 家上市公司，控股非合并 1 家上市公司，具备直接融资渠道。

根据华发集团提供的人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10440401000391600），截至 2017 年 5 月 9 日，华发集团共有正常类未结清贷款 15 笔，华发集团过往债务履约情况良好。

总体看，华发集团短期偿债能力尚可，长期偿债能力有待提高，考虑到华发集团资产中土地、股权投资、金融资产等增值前景良好，未来土地一级开发、房地产和金融业务收益可观及珠海市政府对华发集团的有力支持，华发集团整体偿债能力强。

十、综合评价

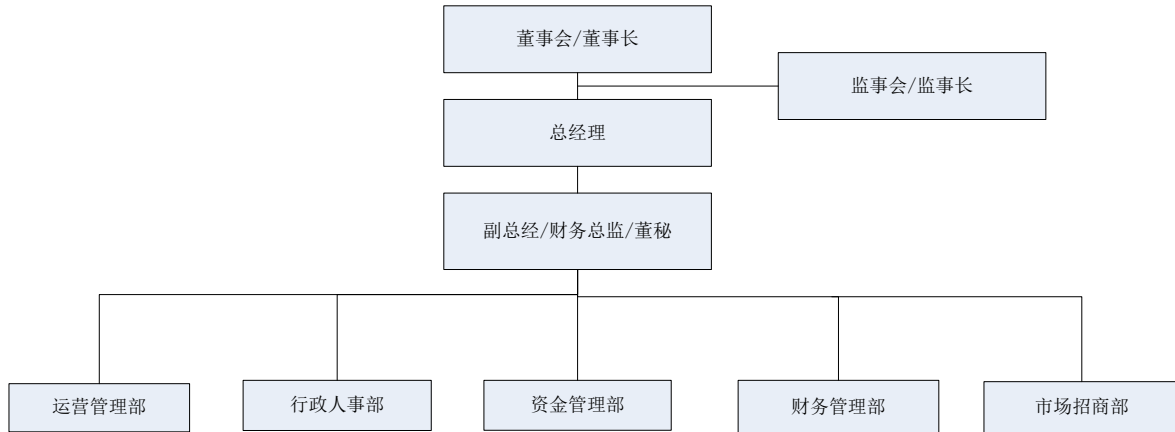
公司作为珠海市规模较大的集城市运营、商贸物流和现代服务三大板块于一体的综合发展公司，市场定位明确，外部发展环境良好，获得了母公司华发集团的大力支持，公司持有的珠海金控股权为公司带来了稳定的投资收益，且公司具有资产质量较好、收入增长较快等优势。同时，联合评级也关注到公司在建项目投资规模较大，存在较大的资金压力以及资产受限规模等因素给公司信用水平带来不利影响。

近年来珠海市经济增长较快，财政实力不断增强，公司未来发展面临良好外部环境。未来公司依托城市运营板块、商贸物流板块和现代服务板块的均衡发展，整合区域资源，进一步提升公司的品牌优势与盈利能力。公司整体信用状况保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由华发集团提供全额无条件不可撤销的保证担保，近年来华发集团房地产开发、城市综合运营以及金融业务不断发展，资产、收入和利润实现较快增长。华发集团对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1 珠海华发综合发展有限公司 组织结构图



附件 2 珠海华发综合发展有限公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额 (亿元)	395.38	526.81	624.10	645.39
所有者权益 (亿元)	191.93	227.35	265.09	261.90
短期债务 (亿元)	37.31	58.67	128.02	160.55
长期债务 (亿元)	94.33	131.83	127.20	138.99
全部债务 (亿元)	131.64	190.50	255.22	299.54
营业收入 (亿元)	83.89	102.70	135.65	60.33
净利润 (亿元)	6.80	6.48	10.54	5.66
EBITDA (亿元)	14.17	22.21	27.89	--
经营性净现金流 (亿元)	-13.95	-8.26	32.45	-23.75
应收账款周转次数 (次)	--	3.47	7.41	--
存货周转次数 (次)	--	0.34	0.47	--
总资产周转次数 (次)	--	0.22	0.24	--
现金收入比率 (%)	98.96	105.93	126.89	100.11
总资本收益率 (%)	--	4.68	4.58	--
总资产报酬率 (%)	--	4.42	4.31	--
净资产收益率 (%)	--	3.09	4.28	--
营业利润率 (%)	19.54	19.37	15.77	18.21
费用收入比 (%)	7.99	10.59	9.29	15.63
资产负债率 (%)	51.46	56.84	57.52	59.42
全部债务资本化比率 (%)	40.68	45.59	49.05	53.35
长期债务资本化比率 (%)	32.95	36.70	32.42	34.67
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.33	1.25	1.84	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.12	0.11	--
流动比率 (倍)	3.36	2.75	2.06	2.02
速动比率 (倍)	1.16	1.22	1.01	0.97
现金短期债务比 (倍)	0.63	0.85	1.02	0.70
经营现金流动负债比率 (%)	-13.21	-5.07	14.28	-9.90
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.71	1.11	1.39	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、本报告将其他流动负债和长期应付款中的带息款项纳入债务核算；4、公司 2017 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3 珠海华发集团有限公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	1,226.95	1,575.05	1,891.63
所有者权益 (亿元)	299.61	376.82	464.05
短期债务 (亿元)	316.41	307.03	303.72
长期债务 (亿元)	387.80	618.81	640.34
全部债务 (亿元)	704.20	925.84	944.06
营业收入 (亿元)	172.43	211.03	321.37
净利润 (亿元)	7.76	8.19	20.74
EBITDA (亿元)	30.05	40.21	54.43
经营性净现金流 (亿元)	0.16	10.44	185.88
应收账款周转次数 (次)	--	6.78	16.50
存货周转次数 (次)	--	0.19	0.25
总资产周转次数 (次)	--	0.15	0.19
现金收入比率 (%)	103.08	107.39	156.70
总资本收益率 (%)	--	2.58	2.90
总资产报酬率 (%)	--	2.64	2.86
净资产收益率 (%)	--	2.42	4.93
营业利润率 (%)	19.95	19.46	17.56
费用收入比 (%)	14.14	17.61	11.99
资产负债率 (%)	75.58	76.08	75.47
全部债务资本化比率 (%)	70.15	71.07	67.04
长期债务资本化比率 (%)	56.41	62.15	57.98
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.63	1.87	2.93
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.04	0.04	0.06
流动比率 (倍)	1.90	2.23	2.00
速动比率 (倍)	0.56	0.58	0.62
现金短期债务比 (倍)	0.46	0.64	1.11
经营现金流流动负债比率 (%)	0.03	1.82	23.84

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 珠海华发综合发展有限公司 公开发行 2018 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年珠海华发综合发展有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

珠海华发综合发展有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。珠海华发综合发展有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注珠海华发综合发展有限公司的相关状况，如发现珠海华发综合发展有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如珠海华发综合发展有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至珠海华发综合发展有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送珠海华发综合发展有限公司、监管部门等。

