

珠海大横琴投资有限公司

2018 年度第一期中期票据

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评[2018]010651】

评级对象: 珠海大横琴投资有限公司 2018 年度第一期中期票据

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2018 年 8 月 3 日

注册额度: 72.00 亿元

本期发行: 13.00 亿元

存续期限: 分为 3 年期和 5 年期两个品种

增级安排: 无

发行目的: 偿还银行借款和项目建设

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

## 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	5.35	17.11	22.63	51.12
刚性债务	27.48	30.61	18.82	19.22
所有者权益	232.15	217.17	254.42	276.42
经营性现金净流入量	14.98	7.49	9.05	7.83
合并数据及指标:				
总资产	419.33	401.32	470.26	502.78
总负债	156.17	144.80	178.77	188.88
刚性债务	62.26	69.53	61.87	62.80
所有者权益	263.16	256.52	291.49	313.89
营业收入	37.31	10.31	26.78	0.43
净利润	16.00	1.14	9.73	-0.55
经营性现金净流入量	31.12	-42.58	-9.66	4.57
EBITDA	25.73	5.46	17.59	—
资产负债率[%]	37.24	36.08	38.02	37.57
长短期债务比[%]	63.28	96.17	50.53	47.22
权益资本与刚性债务比率[%]	422.67	368.96	471.12	499.82
流动比率[%]	331.94	455.32	353.77	352.83
现金比率[%]	54.51	68.13	61.48	77.34
利息保障倍数[倍]	6.42	1.20	4.81	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.47	1.32	4.94	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.08	0.27	—

注: 根据大横琴公司经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

## 分析师

王静茹 wjr@shxsj.com

武洪艺 wuhy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 主要优势:

- 外部环境发展向好。横琴新区区位优势显著, 在国家“一带一路”政策、广东自贸区建设及粤港澳大湾区建设等国家战略叠加交汇下, 区域战略地位凸显。近年来横琴新区经济保持快速增长, 未来发展前景可期, 为大横琴公司经营发展提供了良好的外部环境。
- 业务地位突出。作为横琴新区主要的城市开发运营主体, 大横琴公司能够在资源、项目建设资金等方面持续得到股东的有力支持。
- 债务偿付能力强。近年来, 大横琴公司财务杠杆水平保持在低水平, 为公司后续融资提供了一定的财务弹性, 且公司货币资金充裕, 金融机构授信较为充足, 总体债务偿付能力强。

### 主要风险:

- 业绩波动风险。大横琴公司收入结构较为单一, 目前收入及毛利基本来源于土地一级开发业务, 该业务受土地市场景气度和土地出让计划的影响大, 存在一定的波动风险。
- 资本性支出压力大。大横琴公司房地产、口岸开发等业务均处于建设阶段, 未来投资规模大、投资回报期偏长, 且土地一级开发项目仍存在较大的资金需求, 总体看后续资本性支出压力大。

### 未来展望

通过对大横琴公司及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析, 本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级, 评级展望为稳定; 认为本期债券还本付息安全性极强, 并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 珠海大横琴投资有限公司 2018 年度第一期中期票据

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

珠海大横琴投资有限公司（以下简称“大横琴公司”、“该公司”或“公司”）成立于 2009 年 4 月，系由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”）组建的国有独资企业，初始注册资本 0.50 亿元，2009 年 7 月增资至 1.00 亿元。根据《市委会会议决策事项通知》（[2010]21 号）的要求，珠海市国资委以珠国资[2010]177 号“关于调整对珠海大横琴投资有限公司履行出资人职责机构的函”，调整履行出资人职责为珠海市横琴新区管理委员会（以下简称“横琴新区管委会”），并于 2010 年 12 月履行出资义务。2018 年 2 月，公司股东由横琴新区管委会变更为珠海市横琴新区国有资产监督管理委员会（以下简称“横琴新区国资委”）<sup>1</sup>，截至 2018 年 3 月末公司注册资本和实收资本均为 1.00 亿元，横琴新区国资委持有其 100% 股权，横琴新区管委会为公司实际控制人。

该公司是国务院批复的《横琴总体发展规划》中明确提出的“两层机构、一站式服务”管理模式中的开发运营公司，主要负责横琴新区基础设施开发、招商引资、物业管理、项目管理、咨询服务、产业开发、风险投资等业务。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

### 2. 债项概况

#### （1）债券条款

根据中市协注[2016]MTN636 号文件，中国银行间市场交易商协会于 2016 年 12 月 27 日接受了该公司中期票据注册，注册金额为 72.00 亿元。公司已于 2017 年 4 月 19 日发行了 11.00 亿元中期票据，票面利率为 4.90%，期限为 3 年。本期中票拟发行金额 13.00 亿元，分为 3 年期和 5 年期两个品种，其中 3 年期品种发行规模为 6.50 亿元，5 年期品种发行规模为 6.50 亿元，公司有权对本期中票各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额，两个品种间可以进行双向回拨，且回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计为 13.00 亿元。本期中票利息按年支付，到期一次性还本。公司拟将本期中票募集资金用于偿还银行借

<sup>1</sup> 截至本评级报告出具日，该事项暂未办理工商变更登记。

款和项目建设。

**图表 1. 拟发行的本期中票概况**

<b>债券名称:</b>	珠海大横琴投资有限公司 2018 年度第一期中期票据
<b>总发行规模:</b>	72.00 亿元人民币
<b>本期发行规模:</b>	13.00 亿元人民币
<b>本期债券期限:</b>	分为 3 年期和 5 年期两个品种
<b>债券利率:</b>	固定利率
<b>定价方式:</b>	按面值发行
<b>偿还方式:</b>	按年付息, 到期一次性还本
<b>增级安排:</b>	无

资料来源: 大横琴公司

## (2) 募集资金用途

### A. 偿还银行借款

截至 2018 年 3 月末, 该公司刚性债务余额为 62.80 亿元, 公司拟将本期中票募集资金中 9.00 亿元用于归还银行借款, 以调整债务结构。

### B. 项目建设

该公司拟将本期中票募集资金中 4.00 亿元用于横琴国际科技创新中心项目 (以下简称“该项目”、“项目”) 建设。该项目位于广东省横琴自贸区横琴本岛的西侧, 东临广珠西线高速、西至厚朴路、南临西湾二路、北至环岛北路。项目分为两期建设, 其中一期分为 1#楼和 2#楼, 1#楼为中拉经贸园, 由四座办公楼组成, 最高层为 7 层; 2#楼为 1 栋 13 层高的行政服务中心办公楼。二期由 7 栋 (3#-9#) 建筑组成, 其中包括配套体育中心、公寓、研发办公楼 (以科技研发为主)、商业裙楼以及展示中心; 项目总建筑面积 87152.99 平方米。项目所获得审批情况如下:

**图表 2. 本期中票募集资金拟投资项目审批情况**

证件名称	文件编号	取得时间
《建设用地规划许可证》	珠横新规土 (地规) [2016]10 号	2016 年 02 月 16 日
《建设工程规划许可证》(一期)	珠横新规土 (建) [2016]049 号	2016 年 06 月 20 日
广东省企业项目备案证	备案项目编号: 2016-440404-70-03-003465	2016 年 04 月 27 日
项目环境影响报告书的批复	珠横新建环[2016]12 号	2016 年 07 月 05 日

资料来源: 大横琴公司

该项目概算总投资额为 36.18 亿元, 其中资本金 14.00 亿元, 占比 38.69%; 项目建设期从 2016 年至 2018 年, 租售期计算从 2019 年到 2026 年。根据项目可行性研究报告, 项目在计算期内可实现总销售收入 93.62 亿元, 利润总额 39.29 亿元, 税后净利润 36.96 亿元。总体看, 项目税后利润能够覆盖项目总投资, 整体经济效益良好。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健

康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业环境

**城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。**43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿

付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，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。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布

《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

### **(3) 区域经济环境**

**珠海市为我国五个经济特区之一，具有独特的政策资源和优越的区位条件。近年来，珠海市经济增长较快，综合经济实力不断提升，二三产业总体发展较为均衡。**

珠海市位于广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，西邻江门市新会区、台山市，北与中山市接壤，下辖香洲、斗门、金湾3个行政区，并设有珠海横琴新区、珠海国家高新技术产业开发区、珠海保税区、高栏港经济区、万山海洋开发试验区5个经济功能区，设有拱北、九洲港、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔、珠澳跨境工业区等8个国家一类口岸，是珠三角中海洋面积最大、岛屿最多、海岸线最长的城市。截至2017年末，珠海市常住人口为176.54万人，城镇化率为89.37%。

珠海市为我国五个经济特区之一，具有独特的政策优势。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、促进珠江口两岸地区产业升级的新平台，珠海市的战略地位进一步提升。

依托独特的政策资源和优越的区位条件，近年来珠海市经济增长较快，2015-2017年分别实现地区生产总值2024.98亿元、2226.37亿元和2564.73亿元，按可比价格计算，同比分别增长10.0%、8.5%和9.2%。2017年，全市第一、第二和第三产业增加值分别为45.53亿元、1288.75亿元和1230.45亿元，同比分别增长4.1%、11.6%和6.9%，三次产业结构由2015年的2.3:49.7:48.0调整为1.8:50.2:48.0。2018年第一季度，珠海市实现地区生产总值581.20亿元，同比增长8.8%。

2015-2017年，珠海市分别实现规模以上工业增加值980.76亿元、1043.23亿元和1105.62亿元，同比分别增长9.6%、5.9%和10.6%，2017年增速较上年提升4.7个百分点。2017年，全市电子信息、生物医药、家电电气、电力能源、石油化工和精密机械制造等六大支柱产业增加值同比分别增长11.9%、19.4%、9.9%、-0.5%、6.5%和27.5%。服务业方面，2017年全市现代服务业增加值为741.74亿元，同比增长6.2%，占地区生产总值的比重为28.9%；当年全市批发和零售业、住宿和餐饮业、金融业增加值同比分别增长6.4%、4.1%和11.9%。

为满足地方经济和社会的发展需要，珠海市近年城市基础设施建设进程持续推进，2015-2017年全市分别完成固定资产投资1305.14亿元、1389.75亿元和1662.02亿元，同比分别增长15.0%、6.5%和19.6%，2017年增速较上年提升13.1个百分点，主要系基建投资拉动所致，当年全市完成基础设施投资453.77亿元，同比增长68.4%，对固定资产投资增长的贡献率达67.7%，拉动投资增长13.3个百分点。2017年，全市完成工业投资336.78亿元，同比增长17.2%，增速较上年增长5.8个百分点，工业投资提速；房地产开发投资为666.12亿元，同比增长3.9%，增速较上年下降18.4个百分点。

**图表 3. 2015-2017 年珠海市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元，%）**

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	2024.98	10.0	2226.37	8.5	2564.73	9.2
其中：第一产业增加值	46.63	3.0	48.21	1.4	45.53	4.1
第二产业增加值	1006.01	10.2	1059.77	5.8	1288.75	11.6
第三产业增加值	972.34	10.0	1118.39	11.7	1230.45	6.9
规模以上工业增加值	980.76	9.6	1043.23	5.9	1105.62	10.6
全社会固定资产投资	1305.14	15.0	1389.75	6.5	1662.02	19.6
社会消费品零售总额	913.20	12.0	1016.13	11.0	1128.18	11.0
进出口总额	2962.05	12.2	2753.05	7.0	2990.12	8.6
三次产业结构	2.3:49.7:48.0		2.2:47.6:50.2		1.8:50.2:48.0	

资料来源：2015-2017 年珠海市国民经济和社会发展统计公报及其他公开资料

**横琴新区区位优势显著，作为促进珠江口西岸地区产业升级发展的新平**

台，在通关制度、金融创新、产业和信息化政策及土地管理制度等多方面能够享受到较大力度的国家政策支持。随着“一带一路”、广东自贸区建设、粤港澳大湾区等国家政策优势交汇叠加，特别是港珠澳大桥通车后，横琴新区有望成为粤港澳合作的中心节点、珠三角西岸承接海外及港澳地区现代服务业和先进制造业的桥头堡，地区经济未来发展可期。

横琴岛位于珠海市南部，珠江口西侧，毗邻港澳，东与澳门一桥相通；距香港 34 海里，处于“一国两制”的交叉点和“内外辐射”的结合部，全岛面积 106.46 平方公里，是珠海海岛中面积最大的一个。横琴区位优势显著，100 公里半径内有香港、澳门、广州、深圳和珠海 5 大国际机场，有香港维多利亚港、珠海高栏港、广州南沙港和深圳盐田港 4 个深水港，同时周边有京港澳高速、港珠澳大桥连接线等多条高速以及广珠城际轨交、澳门轻轨等轨道交通。此外，港珠澳大桥已经基本完工具备通车条件，随着港珠澳大桥的通车，横琴的区域优势将进一步显现。

2009 年 8 月，国务院正式批复《横琴总体发展规划》（以下简称“《发展规划》”），将横琴岛纳入珠海经济特区范围<sup>2</sup>。《发展规划》明确要充分发挥横琴岛地处粤港澳结合部的优势，推进与港澳紧密合作、融合发展，逐步把横琴建设成为带动珠三角、服务港澳、率先发展的粤港澳紧密合作示范区，在通关制度、金融创新、产业和信息化政策及土地管理制度等多方面给予横琴较大力度的支持。

2014 年 12 月，中国（广东）自由贸易试验区经国务院正式批准成立，横琴新区被纳入广东自贸试验区范围。2015 年 4 月，中国（广东）自由贸易试验区珠海横琴新区片区（以下简称“横琴自贸片区”）挂牌成立，横琴自贸片区总面积 28 平方公里，基本覆盖横琴全岛至 2020 年规划建设用地范围，与横琴岛基本重合，离岸形态明显。按照国务院《中国（广东）自由贸易试验区总体方案》的要求，横琴自贸片区划分为“临澳区块、休闲旅游区块、文创区块、科技区块和高新技术区块”等五大功能区块，重点发展旅游休闲健康、商务金融服务、文化科教和高新技术等产业，建设文化教育开放先导区和国际商务服务休闲旅游基地，打造促进澳门经济适度多元发展新载体。

2016 年 3 月，中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（以下简称“国家十三五规划”）发布，国家十三五规划明确指出支持港澳参与国家双向开放、“一带一路”建设，支持共建大珠三角优质生活圈，加快前海、南沙、横琴等粤港澳合作平台建设。2017 年 7 月，国家发展和改革委员会发布《深化粤港澳合作 推进大湾区建设框架协议》，再次提出要推进深圳前海、广州南沙、珠海横琴等重大粤港澳合作平台开发建设，充分发挥其在进一步深化改革、扩大开放、促进合作中的试验示范和引领带动作用，并复制推广成功经验。2018 年 5 月，国务院印发《进一步深化中国（广东）自由贸易

<sup>2</sup> 2009 年 12 月，继上海浦东新区和天津滨海新区之后，横琴新区管委会正式挂牌成立，为广东省人民政府派出机构，并委托珠海市人民政府管理，规格为副厅级。

试验区改革开放方案》，指出到 2020 年，将中国（广东）自由贸易试验区打造成为开放型经济新体制先行区、高水平对外开放门户枢纽和粤港澳大湾区合作示范区。在国家“一带一路”政策及粤港澳大湾区建设成为国家战略的大背景下，随着“一带一路”、粤港澳大湾区、广东自贸区建设等国家政策优势交汇叠加，特别是港珠澳大桥通车在即，横琴新区战略定位进一步彰显，其有望成为粤港澳合作的中心节点、珠三角西岸承接海外及港澳地区现代服务业和先进制造业的桥头堡，地区经济未来发展可期。

横琴新区经济结构原以传统型农渔业为主，近年来随着持续深化对港澳合作，并利用自身离岸优势，横琴新区经济增长快速，目前金融服务、旅游休闲健康、总部经济和科技等产业初具规模。2015-2017 年和 2018 年第一季度，全区分别实现地区生产总值 91.87 亿元、157.45 亿元、251.54 亿元和 46.78 亿元，同比分别增长 36.9%、20.1%、11.6%和 11.7%，经济保持高速增长。同期，全区固定资产投资额分别为 289.83 亿元、346.20 亿元、435.86 亿元和 123.68 亿元，同比分别增长 17.4%、19.5%、20.4%和 42.0%；实际吸收外商直接投资额分别为 4.26 亿美元、5.23 亿美元、7.26 亿美元和 0.69 亿美元，均保持快速发展态势。

**图表 4. 2015-2017 年横琴新区主要经济指标**

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	91.87	36.9	157.45	20.1	251.54	11.6	46.78	11.7
固定资产投资额 (亿元)	289.83	17.4	346.20	19.5	435.86	20.4	123.68	42.0
实际吸收外资直接投资 (亿美元)	4.26	--	5.23	23.0	7.26	26.5	0.69	6.2

资料来源：公开资料

总部经济已成为横琴新区发展“加速器”，目前中国保利集团公司等央企海外总部、中国铁建南方总部等知名企业区域总部、中国自贸区信息港等全国总部等落地横琴新区，全区有各类总部超过 1000 家，在基础设施建设、高端产业发展、创新人才集聚、对外开放合作等方面发挥龙头带动与辐射作用。金融业务发展方面，2017 年全区金融增加值为 22.34 亿元，同比增长 59.1%，占地区生产总值的比重为 8.9%。截至 2017 年末，横琴新区各类金融企业共 6790 家，较 2016 年末增加 3073 家；合计注册资本达 8376 亿元，较 2016 年末增加 2961 亿元；区内财富管理机构资产管理规模超 2.4 万亿元。恒健集团、粤财控股、IDG、KKR、工银国际、格力集团、东方藏山、金砖资本、普思资本、君联资本、广发私募基金、中国通号、中科招商、粤科金融等知名企业在横琴新区设有新兴金融机构。

深化粤港澳合作方面，自 2011 年《粤澳合作框架协议》签署以来，横琴新区与澳门积极合作、相互配合，共同推动横琴粤澳合作产业园建设和项目落地，目前园区已有 24 个项目签订项目合作协议，21 个项目取得用地，17 个项目已开工建设。在对港澳政策扶持方面，横琴新区全面落实“港人港税，澳人澳税”政策，设立澳门事务局专责服务澳门，全面实施《横琴新区支持澳门经

济适度多元发展的十一条措施》等惠澳专项政策。截至 2017 年末在横琴新区注册的澳资企业累计 1168 家，注册资本 69.85 亿美元，投资总额 90.71 亿美元，注册的港资企业亦逾千家。此外，为促进通关更加便利，横琴目前已建成深井二线通道，同时加快推进建设横琴口岸综合交通枢纽、广珠城际机场延长线横琴段。

## 2. 业务运营

该公司作为横琴新区主要的城市开发运营主体，主要负责横琴新区内的城市开发、口岸开发、房地产开发、产业投资、公共资源、高端服务、科技创新园区、旅游开发等业务。土地一级开发是公司收入和毛利最主要的来源，近年来主要因土地出让类型不一、面积波动，同时叠加建设项目管理业务净亏损规模波动影响，公司主营业务毛利波动幅度偏大。公司房地产、口岸开发等业务均处于开发建设阶段，未来投资规模大，且土地一级开发业务未来亦存在较大的资金需求，总体看公司后续资本性支出压力大。

作为横琴新区主要的城市开发运营主体，该公司主要负责横琴新区内的城市开发、口岸开发、房地产开发、产业投资、公共资源、高端服务、科技创新园区、旅游开发等业务。2015-2017 年，公司分别实现主营业务收入 37.30 亿元、10.28 亿元和 26.70 亿元，受土地一级开发业务收入波动影响整体波动较大。土地一级开发业务系公司最主要的收入来源，同期分别为 35.34 亿元、8.28 亿元和 24.75 亿元，对主营业务收入的贡献率分别为 94.76%、80.60%和 92.71%。同期，公司主营业务毛利分别为 27.29 亿元、6.61 亿元和 19.70 亿元，其中土地一级开发业务毛利分别为 26.90 亿元、6.06 亿元和 19.34 亿元。同期，公司主营业务毛利率分别为 73.17%、64.28%和 73.80%，呈现波动趋势，一方面是由于受出让土地类型不一的影响，土地一级开发业务盈利性存在差异，另一方面是由于建设项目管理业务净亏损规模波动。2018 年第一季度，公司主营业务收入为 0.43 亿元，收入规模相对较小，主要系当期未实现土地一级开发业务收入，收入主要来源于租赁及物业管理等业务；当期主营业务毛利为 0.04 亿元，主营业务毛利率为 9.38%。

图表 5. 公司主营业务收入及毛利构成（单位：亿元，%）<sup>3</sup>

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	37.30	100.00	10.28	100.00	26.70	100.00	0.43	100.00
土地一级开发	35.34	94.76	8.28	80.60	24.75	92.71	--	--
建设项目管理	0.22	0.58	0.02	0.17	0.13	0.49	--	--
租赁及物业管理	0.78	2.08	1.09	10.57	0.93	3.48	0.25	57.70
建材销售	0.30	0.80	0.19	1.86	0.00	0.00	--	--

<sup>3</sup> 下表中合计数与明细数加总不一致，系尾数四舍五入所致。

项目	2015年		2016年		2017年		2018年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他 <sup>4</sup>	0.66	1.78	0.70	6.80	0.89	3.32	0.18	42.30
<b>主营业务毛利</b>	<b>27.29</b>	<b>100.00</b>	<b>6.61</b>	<b>100.00</b>	<b>19.70</b>	<b>100.00</b>	<b>0.04</b>	<b>100.00</b>
土地一级开发	26.90	98.57	6.06	91.69	19.34	98.18	--	--
建设项目管理	-0.09	-0.35	-0.13	-1.92	0.00	-0.01	--	--
租赁及物业管理	0.18	0.66	0.67	10.15	0.13	0.66	0.02	37.35
建材销售	0.04	0.16	0.04	0.68	0.00	0.00	--	--
其他	0.26	0.95	-0.04	-0.60	0.23	1.16	0.03	62.65
<b>主营业务毛利率</b>	<b>73.17</b>		<b>64.28</b>		<b>73.80</b>		<b>9.38</b>	
土地一级开发	76.12		73.12		78.16		--	
建设项目管理	-43.95		-742.33		-1.57		--	
租赁及物业管理	23.17		61.72		14.09		6.07	
建材销售	14.78		23.59		7.23		--	
其他	39.17		-5.68		25.83		13.90	

资料来源：大横琴公司

### (1) 土地一级开发

该公司土地一级开发由子公司珠海大横琴股份有限公司（以下简称“大横琴股份公司”）负责。根据《关于赋予珠海大横琴股份有限公司土地一级开发职能的批复》（珠横新管函[2014]4号）文件的相关规定，横琴新区管委会依法赋予大横琴股份公司土地一级开发职能，全面承接公司已签订的土地一级开发协议中的权利义务。目前，大横琴股份公司主要负责横琴新区的口岸服务区、综合服务区、文化创意区、国际居住区和高新产业区的土地一级开发业务，预计将于2022年或前后完成该区域的土地一级开发<sup>5</sup>。公司土地一级开发业务模式为：土地一级开发资金由公司融资解决<sup>6</sup>，经营性用地在土地一级开发完成后全部以招拍挂方式出让。土地出让后，公司参与土地出让净收益（出让价款扣除农业发展基金等后的净额）分成。公司土地出让净收益的分成比例为：商业、住宅用地35%，办公、酒店及其他用地55%。当横琴新区规划国土局在土地使用权出让并将土地实际交付给土地使用权的买家时，公司确认土地一级开发收入；同时，按所出让地块面积与该区域总体可出让面积所占比例结转对应的土地一级开发成本。

截至2018年3月末，该公司累计已出让的土地面积5586.84亩；累计确认应结算的出让收益分成为145.92亿元；累计已收到的出让收益分成为124.73亿元<sup>7</sup>。同期末，公司累计投入的土地开发成本为90.76亿元，尚需投入的土地

<sup>4</sup> 其他业务收入主要包括市政设施的管理养护收入、停车场收入、广告及传媒收入、人力资源代理收入等。

<sup>5</sup> 大横琴股份公司负责开发的区域总面积为19.7平方公里，其中13.8平方公里为可开发土地面积，占2020年前横琴新区可开发总面积28.0平方公里的49.4%。

<sup>6</sup> 该公司不承担土地一级开发蓝线图内的部分地块的收地、拆迁成本，也不参与土地出让收益分成。

<sup>7</sup> 不含预收土地分成款。截至2018年3月末，该公司累计实际横琴新区管委会土地一级开发收益分成款为149.00亿元，其中24.27亿元为预收土地一级开发收益分成款。

开发成本为 118.13 亿元，后续资本支出规模大。

**图表 6. 公司土地一级开发项目情况（单位：亩，亿元）**

项目名称	土地面积	概算总投资	累计已投资	已确认收入金额	累计已回款
综合服务区	4826.42	34.49	21.11	39.33	36.05
文化创意区	6487.47	31.86	15.35	10.67	7.68
口岸服务区	1688.99	18.74	19.58	53.18	52.91
高新技术产业区	10453.00	52.64	12.75	24.94	15.26
国际居住区	6179.97	71.50	21.98	17.80	12.83
<b>合计</b>	<b>29635.84</b>	<b>209.23</b>	<b>90.76</b>	<b>145.92</b>	<b>124.73</b>

资料来源：大横琴公司（截至 2018 年 3 月末）

**图表 7. 2015 年以来公司土地一级开发出让情况**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
<b>出让面积（亩）</b>	<b>789.21</b>	<b>165.92</b>	<b>951.83</b>	<b>0.00</b>
其中：工业用地	0.00	0.00	0.00	0.00
商业用地	140.50	80.95	0.00	0.00
住宅用地	0.00	0.00	736.85	0.00
综合用地	565.95	0.00	0.00	0.00
其他用地	82.76	84.97	214.98	0.00
<b>出让总价（亿元）</b>	<b>75.76</b>	<b>16.18</b>	<b>100.36</b>	<b>0.00</b>
其中：工业用地	0.00	0.00	0.00	0.00
商业用地	15.86	9.12	0.00	0.00
住宅用地	0.00	0.00	91.28	0.00
综合用地	56.32	0.00	0.00	0.00
其他用地	3.57	7.06	9.09	0.00
<b>累计确认应结算的收益分成金额（亿元）<sup>8</sup></b>	<b>37.82</b>	<b>8.67</b>	<b>34.58</b>	<b>0.00</b>
<b>实际收到的收益分成金额（亿元）</b>	<b>53.08</b>	<b>7.70</b>	<b>43.00</b>	<b>9.22</b>

资料来源：大横琴公司

2015-2017 年，该公司分别实现土地一级开发业务收入 35.34 亿元、8.28 亿元和 24.75 亿元，波动较大，主要系横琴新区管委会主动控制土地出让节奏所致。同期，该项业务毛利分别为 26.90 亿元、6.06 亿元和 19.34 亿元；业务毛利率分别为 76.12%、73.12%和 78.16%，毛利率水平较高。2018 年第一季度，因公司所开发土地未有出让，故当期未确认土地一级开发业务收入。未来公司仍有较大规模的土地可供出让，该业务有望对公司收入形成长期支撑。但公司土地出让进度受横琴新区管委会土地出让规划以及区域房地产市场景气度等影响，存在较大波动性。

## （2）建设项目管理

根据国务院批复的《横琴总体发展规划》，横琴新区管委会为行政管理机

<sup>8</sup> 该金额是与财政局应结算的土地一级开发应收入，审计上该收入按土地基建开发和公共配套设施分别确认业务收入，其中公共配套设施按工程进度逐步确认收入，故审计数低于累计应结算收益分成金额。

构，承担行政管理职能；该公司为投资建设管理机构，负责招商引资、投资建设等具体事项。公司建设项目管理业务主要通过子公司大横琴股份公司和珠海大横琴置业有限公司（以下简称“大横琴置业”）<sup>9</sup>开展。2015-2017年，公司建设项目管理业务收入分别为0.22亿元、0.02亿元和0.13亿元，2016年收入规模较小主要系存量项目已基本完工，并且当年未有新的代建项目开工所致。2018年第一季度，由于未结算代建管理费用，当期公司未实现该项业务收入。

该公司项目管理板块采用BT和受托代建模式。BT模式下，横琴新区管委会授权该公司作为项目发起人，与项目主办人及施工单位之间的签订相关建设回购协议；在项目建设期间，由项目建设方先行筹集资金投入工程建设，公司负责项目建设管理；待项目建成移交横琴管委会后由横琴新区财政局按合同约定逐年支付回购款项，公司则按合同约定的比例向项目主办人收取项目管理费。委托代建模式下，横琴新区管委会与公司签署代建协议，公司通过公开招标的形式选择施工单位；项目建设期间，由公司负责项目的建设管理，施工单位遵照施工合同按项目进度向公司及横琴管委会申请拨付工程款；待项目完工验收合格后，项目主办人即向横琴新区管委会或发行人移交项目的使用权，横琴新区管委会则按合同约定的方式进行项目建设尾款的支付，公司则按约定的比例向业主方收取项目管理费。

对于BT项目，项目回购款项由横琴新区财政局支付给该公司，公司再支付给项目建设公司<sup>10</sup>；代建模式下，除中交横琴投资有限公司（以下简称“中交横琴公司”）负责建设的项目外<sup>11</sup>，代建项目建设的资金均由横琴新区财政局直接支付给项目建设公司，工程款项不在公司的报表中体现。

该公司BT项目仅有两个，为市政基础设施BT项目和新家园BT项目。上述两个项目均已完工，累计投资149.22亿元。其中，公司代横琴新区管委会于2009年通过BT模式引入中国冶金科工股份有限公司作为横琴新区市政基础设施项目的投资主体，该项目于2014年4月完工，累计投资142.35亿元。随着横琴新区财政实力的逐步增强，部分BT项目已提前回购，截至2018年3月末公司已累计收到的回购款为163.68亿元，累计已支付项目资金155.58元。

<sup>9</sup> 2018年4月以前，该公司建设项目管理业务全部由大横琴股份公司负责，2018年4月公司将建设项目管理业务进行调整，涉及房地产的代建项目全部调整至大横琴置业，由大横琴置业负责开展相关业务。

<sup>10</sup> 该公司收到回购款时，按资金的性质，在现金流量表上形成“经营活动现金流入”，归入“收到其它与经营活动有关的现金”项目，当支付回购款时，在现金流量表上形成“经营活动现金流入”负数，归入“收到其它与经营活动有关的现金”项目负数列示。公司每年度的现金流量表中“收到其它与经营活动有关的现金”项目余额显示的是已相互抵销了BT回购资金的余额。

<sup>11</sup> 该公司收到横琴新区管委会拨付的中交横琴负责建设的项目资金，先计入“其他应付款”科目，待支付项目建设款项时再冲减该科目。

**图表 8. 公司 BT 项目投资及回购情况（单位：亿元）**

项目名称	实际投资额	建设期间	已收回购款	已支付资金	投资主体
市政基础设施 BT 项目环岛北片主、次干路市政道路工程	37.63	2010.03-2013.12	157.60	150.10	中国冶金科工股份有限公司
市政基础设施 BT 项目非示范段主、次干路市政道路工程（一期工程）	95.23	2010.03-2014.04			
市政基础设施 BT 项目滨海次干路堤岸及景观工程	9.49	2010.03-2013.12			
珠海横琴新家园首期项目（新旧村安置房）工程	6.87	2011.01-2012.12	6.08	5.48	中冶置业集团有限公司与中国二十冶集团有限公司联合体
<b>合计</b>	<b>149.22</b>	<b>--</b>	<b>163.68</b>	<b>155.58</b>	<b>--</b>

资料来源：大横琴公司（截至 2018 年 3 月末）

截至 2018 年 3 月末，该公司主要在建及拟建的受托代建项目总投资为 625.64 亿元，已累计投资 117.91 亿元，2018 年 4-12 月计划投资额约为 52 亿元，资金全部来源于财政资金。

### (3) 口岸开发

该公司口岸开发业务主要由全资子公司珠海大横琴口岸实业有限公司（以下简称“口岸公司”）负责运营，口岸公司主要负责横琴口岸及综合交通枢纽开发工程项目建设。该项目系在横琴口岸的原址上改扩建，项目划用地面积约 34.51 万平方米，总体建筑面积为 131.06 万平方米，建设内容主要包括综合交通枢纽功能区、综合配套服务区、地下空间开发、筹建临时工程<sup>12</sup>等，由中国建筑工程总公司（以下简称“中建公司”）负责施工总承包，开发建设期为 5 年。项目概算总投资为 260.65 亿元（含土地价款），其中 25% 为横琴新区管委会注入的资本金<sup>13</sup>，剩余部分由公司和中建公司通过自筹和金融机构借款<sup>14</sup>解决，截至 2018 年 3 月末项目累计投入 73.39 亿元，正在进行主体工程建设，预计 2019 年底完成地上四层通关枢纽建设。未来，项目收入来源主要包括经营性物业销售、出租、自营形成的收入和向澳门出租旅检办公场地形成的出租收入。

**图表 9. 公司横琴口岸项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资额	资金来源		已投资额	未来投资计划		
		自筹	外部融资		2018 年 4-12 月	2018 年	2019 年
横琴口岸及综合交通枢纽开发工程	260.65	78.20	182.45	73.39	21.89	42.46	41.60
横琴口岸服务区堤岸和环境景观工程 <sup>15</sup>	1.37	1.37	--	1.30	--	--	--
横琴新区深井二线口岸综合项目（一期）工程 <sup>16</sup>	6.97	6.97	--	8.29	--	--	--
<b>合计</b>	<b>268.99</b>	<b>86.54</b>	<b>182.45</b>	<b>82.98</b>	<b>21.89</b>	<b>42.46</b>	<b>41.60</b>

资料来源：大横琴公司（截至 2018 年 3 月末）

<sup>12</sup> 临时性工程指过渡期口岸，已于 2014 年 12 月完工投入运营。

<sup>13</sup> 截至 2018 年 6 月末，横琴新区管委会已通过该公司支付口岸公司约 70 亿元的项目建设资金。

<sup>14</sup> 其中，中建公司负责筹资 170.00 亿元。

<sup>15</sup> 横琴口岸服务区堤岸和环境景观工程由管委会纪要明确景观工程暂缓实施，暂时未安排计划。

<sup>16</sup> 该项目因设计变更导致投资增加，现在已处于收尾结算，无新的投资计划。

#### (4) 房地产开发

该公司房地产开发业务主要由大横琴置业运营，公司已完工的房地产开发项目主要为横琴新区高级人才公寓（一期），项目建设内容主要为公寓式酒店，累计投资 3.02 亿元，已于 2016 年开始运营，截至 2018 年 3 月末人才高级人才公寓（一期）产生运营收入 1253.30 万元<sup>17</sup>。公司在建的房地产开发项目主要包括横琴天湖酒店、横琴新区高级人才公寓（二期）、横琴国际商务中心（一期）、大横琴城市广场（二期）、横琴科学城（一期）和横琴国际科技创新中心等项目，上述项目概算总投资为 347.76 亿元，截至 2018 年 3 月末累计已投资 56.54 亿元。其中，横琴科学城（一期）项目总建筑面积为 112.80 万平方米，其中计容建筑面积为 64.35 万平方米，按照功能划分为租赁住房及配套、共有产权住房、商业及酒店三大部分，建筑面积分别为 69.48 万平方米、20.80 万平方米和 22.51 万平方米，项目建设周期为 2018 年 1 月-2021 年 12 月，概算总投资为 174.24 亿元（含建设期利息 12.74 亿元），其中项目资本金 42.41 亿元，由公司自筹；剩余建设资金 131.83 亿元拟通过银行借款解决。

图表 10. 公司在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目性质	建设期间	概算总投资	已投资额	2018 年 4-12 月投资计划
横琴天湖酒店	酒店、商业	2015-2019 年	9.80	1.77	3.89
横琴新区高级人才公寓（二期）	二类居住、商业用地	2014-2019 年	12.55	6.46	0.86
横琴国际商务中心（一期）	办公、商业、酒店	2016-2018 年	22.99	20.48	0.41
大横琴城市广场（二期）	酒店、办公、商业、住宅、口岸设施	2015-2022 年	50.00	0.10	0.51
大横琴城市花园	办公、酒店、住宅、口岸用地	2018-2021 年	42.00	0.50	1.50
横琴科学城（一期）	二类居住用地、城市道路用地、商业、酒店、公共绿地、防洪用地、幼儿园	2017-2021 年	174.24	2.23	14.49
横琴国际科技创新中心	商业、办公、公寓	2016-2019 年	36.18	25.00	5.65
<b>合计</b>	--	--	<b>347.76</b>	<b>56.54</b>	<b>27.31</b>

资料来源：大横琴公司（截至 2018 年 3 月末）

截至 2018 年 3 月末，该公司拟建房地产开发项目主要为横琴陆捌 09 小镇、横琴新区天沐文化左岸及横琴汽车露营乐园二期等项目，物业类型以商业为主，概算总投资合计为 155.94 亿元。总体看，公司在建及拟建的房产开发项目未来仍有很大的投资规模，主要依靠物业出租及出售平衡资金，总体看房地产开发未来资本支出压力大且资金回笼状况尚存不确定性。

图表 11. 公司拟建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目性质	建设期间	概算总投资	资金来源	2018 年 4-12 月投资计划
横琴陆捌 09 小镇	商业	2018-2020 年	1.02	自有资金	0.17
横琴新区天沐文化左岸	文化创意产业及商业配套	2018-2020 年	4.86	自有、银行贷款	2.09
横琴汽车露营乐园二期	酒店、商业	2018-2021 年	4.30	自有、银行贷款	0.60

<sup>17</sup> 截至 2018 年 3 月末，高级人才公寓（一期）经营净亏损 4671 万元，主要系投入运营时间短，各项成本开支相对较大所致。

项目名称	项目性质	建设期间	概算总投资	资金来源	2018年4-12月投资计划
横琴国际商务中心（二期）	办公、商业、酒店	2018-2023年	45.00	自有、银行贷款	1.96
大横琴大厦	办公、商业、社会停车场、电信设施	2018-2023年	30.00	自有、银行贷款	1.17
文化综合体育中心	行政办公、市民文化体育中心	2018-2019年	18.00	自有、银行贷款	1.10
中国自贸区信息港总部大厦	办公、商业、酒店	2018-2021年	15.57	自有、银行贷款	2.29
天沐琴台（主体结构部分）	办公、会议、城市规划展览馆、酒店、商业和游艇码头	2018-2019年	37.19	自有、银行贷款	0.25
<b>合计</b>	--	--	<b>155.94</b>	--	<b>9.63</b>

资料来源：大横琴公司（截至2018年3月末）

### （5）公共资源运营

该公司公共资源业务的运营主体主要为珠海大横琴城市公共资源经营管理有限公司，业务涉及物业管理、市政管养、户外广告、公共停车场、公共廊等城市空间资源的开发和建设，目前收入主要来源于租赁及物业管理业务。2015-2017年及2018年第一季度，公司租赁及物业管理业务收入分别为0.78亿元、1.09亿元、0.93亿元和0.25亿元。

目前，该公司已承接了横琴总部大厦、横琴新家园、横琴创意谷、粤澳中医药产业园、横琴总部服务中心、横琴口岸、横琴大桥二线通道、国际商务中心、国际科创中心等物业管理业务。截至2018年3月末，公司物业管理面积为73万平方米，2015-2017年和2018年第一季度公司分别实现物业管理收入0.16亿元、0.41亿元、0.49亿元和0.16亿元。此外，根据《关于统一经营横琴新区户外公共广告资源的批复》（珠横新管函[2013]245号）的相关规定，横琴新区管委会授权公司为横琴新区内唯一的公共广告经营单位，特许经营横琴新区内的公共广告资源，2015-2017年及2018年第一季度公司广告经营收入分别为0.06元、0.07亿元、0.18亿元和0.01亿元。

### （6）产业投资

该公司对外投项目主要有横琴总部大厦项目、粤澳中医药科技产业园项目、久隆财产保险有限公司<sup>18</sup>等。其中横琴总部大厦项目主要由珠海横琴总部大厦发展有限公司（以下简称“横琴总部大厦公司”）负责建设，项目位于横琴口岸服务区的核心位置，项目总占地面积80046.95平方米，规划总建筑面积631000平方米，概算总投资68亿元，分两期开发建设，其中一期已建成投入使用，总建筑面积约10万平方米，包括约5.70万平方米的甲级写字楼及1.30

<sup>18</sup> 2015年3月27日，中国保监会批复由三一集团有限公司、该公司、珠海铨创投资管理有限公司、长沙联力实业有限公司、烟台开发区宏通机械有限公司、陕西悦大商贸有限公司、合肥湘元工程机械有限公司、广州市巨和工程机械有限公司、湖南中旺工程机械设备有限公司、新疆京泓工程机械有限公司、重庆国杰工程机械有限公司、贵州通程兄弟工程机械有限公司、无锡市永佳利工程机械有限公司、江苏力好工程机械有限公司、云南睿德工贸有限公司等15家公司共同出资筹建久隆财产保险有限公司，注册资本人民币10亿元，注册地广东省珠海市，是我国第一家专业的装备制造类财险公司。

万平方米的裙楼。截至 2018 年 3 月末，一期项目总签约金额 23.78 亿元，累计回款 22.39 亿元。二期项目总建筑面积约 54 万平方米，包括约 10 万平方米的商业、23 万平方米的写字楼和酒店，已于 2016 年启动建设，计划于 2020 年建成并投入使用，目前正在进行土方工程建设。2016 年，公司获得横琴总部大厦公司现金分红 1.78 亿元。

**图表 12. 截至 2017 年末公司主要的对外投资情况（单位：万元，%）**

项目名称	投资成本	持股比例
粤澳中医药科技产业园开发有限公司	58800.00	30.00
珠海横琴总部大厦发展有限公司	30000.00	30.00
国信信息港横琴控股有限公司	1000.00	40.00
久隆财产保险有限公司	10000.00	10.00
横琴国际融资租赁有限公司	1000.00 万美元	10.00
中国自贸区信息港（横琴）股份有限公司	9600.00	32.00
珠海横琴能源发展有限公司	5850.00	45.00
珠海琴发投资有限公司	4000.00	40.00

资料来源：大横琴公司

### （7）其他

该公司建材销售业务由珠海大横琴建材科技发展有限公司（以下简称“大横琴建材”）负责运营。大横琴建材已开发或引入的有新型立体绿化墙、道路雨水收集处理系统、透水混凝土、LED 路灯等项目和技术，同时形成了钢筋、水泥、电梯、水泵、石材、防水、装饰装修等各种材料设备供销链，销售对象主要为横琴新区内的大中型建设企业。2015-2017 年，建材销售业务收入分别为 2995.32 万元、1906.66 万元和 2.35 万元；同期建材销售业务毛利率分别为 14.78%、23.59%和 7.23%。2017 年以来，大横琴建材业务转型，主业逐步调整为工程配套材料检测，建材销售基本暂停。

该公司以珠海大横琴科技发展有限公司、珠海市横琴新区英才人力资源服务有限公司和珠海大横琴文化传媒有限公司为代表，为落户横琴新区的企业提供信息、人才、市场、咨询、策划、营销等全方位、立体式的服务。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现科技信息服务、人力资源代理、文传服务及高新技术等业务收入合计 0.06 亿元、0.28 万元、0.70 亿元和 0.02 亿元。

## 管理

该公司为横琴新区国资委下属的国有独资公司，产权结构明晰。公司已建立符合经营管理需要的法人治理结构，能够满足公司日常经营管理需要；并根据自身业务发展需要设置了相应的组织架构和管理制度，日常运作较规范，可为各项业务的顺利开展提供良好保障。

## 1. 产权关系与公司治理

### (1) 产权关系

截至 2018 年 3 月末，横琴新区国资委持有该公司 100% 股权，横琴新区管委会为公司的实际控制人。公司产权状况详见附录一。

### (2) 公司治理

该公司按照《公司法》等有关法律法规的要求规范运作，建立健全法人治理机制。公司不设股东会，由横琴新区国资委行使股东职权。公司设董事会，董事会成员共 5 名，其中职工董事 1 人，由职工（代表）大会选举产生，非职工董事由出资人选派或选聘。董事会设董事长 1 人，由出资人选派或选聘，董事长为公司法定代表人。公司董事会可根据公司实际情况设立预算及战略管理委员会、审计与风险控制委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等专门委员会，各专门委员会在董事会授权范围内工作，但不得以董事会名义做出任何决议。公司设监事会，由 5 名监事组成，其中职工监事的比例不得低于三分之一，由公司职工（代表）大会选举产生，非职工监事由出资人选派。监事会设主席 1 人，由出资人委派。公司设总经理 1 人，其他高级管理人员若干名，由董事会按有关规定聘任或解聘。此外，公司设有党委，由上级党委批准设立，由 7 名党委委员组成，其中党委书记 1 名，其他党委委员 6 名，党委书记和党委委员的任免按照党的有关规定执行，董事会、监事会和经理层成员中符合条件的党员可以按照有关规定和程序进入党委，党委成员可以依照有关规定和程序进入董事会、监事会和经理层。

### (3) 主要关联方及关联交易

该公司与关联方存在一定规模的业务及资金往来。2017 年末，公司应收关联方款项金额合计为 26.94 亿元，其中应收横琴新区管委会财政局 8.19 亿元，主要为土地一级开发项目款；应收珠海琴发投资有限公司（以下简称“琴发投资”）<sup>19</sup>17.67 亿元，系往来借款。当年末，应付关联方款项金额为 12.85 亿元，其中应付横琴新区管委会财政局 12.24 亿元，主要系横琴新区管委会财政局拨入的代建项目回购资金。

<sup>19</sup> 琴发投资注册资本 1.00 亿元，由该公司和珠海华发房地产开发有限公司分别持股 40% 和 60%。

图表 13. 截至 2017 年末公司应收应付关联方款项余额（单位：万元）

科目	关联方	余额 <sup>20</sup>
应收账款	珠海市横琴新区管理委员会财政局	81902.73
	珠海琴建园林有限公司	3233.92
	珠海横琴总部大厦发展有限公司	0.77
其他应收款	珠海市横琴新区管理委员会财政局	1068.06
	珠海琴建园林有限公司	6458.78
	珠海横琴总部大厦发展有限公司	3.54
	珠海琴发投资有限公司	176723.22
<b>应收关联方款项合计</b>		<b>269391.03</b>
应付账款	珠海横琴总部大厦发展有限公司	706.81
预收款项	珠海市横琴新区管理委员会财政局	1075.92
其他应付款	珠海市横琴新区管理委员会财政局	122354.97
	粤澳中医药科技产业园开发有限公司	14.96
	阳江市海陵岛经济开发试验区财政局	17.45
	蓝岛恒基投资发展有限公司	4300.00
	珠海大横琴道路信息发展有限公司	3.05
	珠海市横琴岛企业总公司	0.87
<b>应付关联方款项合计</b>		<b>128474.03</b>

资料来源：大横琴公司

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

该公司根据业务与行政管理的需要设置了办公室、财务部、审计部、人力资源部、投融资部、招标采购部、纪检监察部和党委办公室等 8 个职能部门，各部门职责分工明确，协作顺畅，能够较好地对工程建设、投融资、资产管理、财务及人事等诸多方面进行有效管控。公司组织架构详见附录二。

### (2) 管理制度及水平

该公司制定了较为完善的内部管控制度，对各职能部门的职责与权限做出了明确规定，在预算、融资、财务、代建及股权投资等方面均实行制度化管

理。在预算管理方面，该公司实行全面预算管理，分别从预算管理的组织体系、预算编制、预算调整、预算实施及控制、预算的审计和考核各个流程环节均做出了详尽规定，并能得到有效执行。

在融资管理方面，该公司分别就权益性融资和债务性融资两种融资方式进行了相关规定。经横琴新区管委会的批准，公司及其下属子公司可以采用权益性融资；公司本部的债务性融资，由投融资部拟定方案，报横琴新区管委会审批；下属子公司的对外借款，须报公司董事会或领导班子会议审批。对外担保由公司本部统一管理，未经公司批准，下属子公司不得对外提供担保，不得相

<sup>20</sup> 此处余额已扣除坏账准备。

互提供担保。

在财务管理方面，该公司就财务管理体制、负责机构、财务人员职责、执行会计政策、报表体系、账务处理方法、财务报告、会计凭证与档案保管等财务工作的各个流程环节均做出了详尽规定，并能得到有效执行，以确保能够如实反映公司财务状况、保障股东的合法权益、提高公司的经济效益。为加强下属子公司的财务管理，公司采取二级公司财务经理委派制度，财务部经理实行轮岗制度，原则上每两年轮换一次，由公司本部财务部负责执行。

为理顺该公司代建项目开支流程，正确核算项目成本及相关费用，公司制订了《珠海大横琴投资有限公司代建项目财务核算暂行办法》，分别从经费来源及监管、财务核算原则、费用支出的分类、费用开支审批流程、工程成本核算、流转税管理、项目完工交付管理、审计监督等各个流程环节做出了详尽规定。

在股权投资方面，该公司制订了《珠海大横琴投资有限公司股权投资管理办法》，投资管理实行横琴新区管委会集中统一领导的管理体制，公司领导班子会议负责投资评审，对外投资的日常管理由投融资部直接负责。

### **(3) 过往债务履约及其他行为记录**

根据该公司 2018 年 7 月 10 日的《企业信用报告》，公司历史偿债记录良好，无银行信贷违约、迟付利息情况。此外，截至 2018 年 7 月 23 日公司存续债券余额为 11.00 亿元，已发行债券本息兑付情况正常。

根据国家税务总局、国家企业信用信息公示系统、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公示平台信息查询结果，截至 2018 年 6 月末，该公司未存在异常情况。

## **3. 发展战略**

根据该公司发展规划，公司将会持续加快项目建设进度，持续推进横琴国际商务中心、横琴国际科技创新中心、天沐琴台、横琴科学城、大横琴城市花园等项目建设，同时全面启动新拓展区域一体化建设工作，不断强化一体化区域交通枢纽功能。公司还将推进业务多元化发展，一方面公司将加速发展旅游资源运营产业，全力开展横琴汽车营地（露营乐园）一期管理运营工作；另一方面，公司将大力推进科技创新产业引进，继续推进科创中心项目建设工作，实行核心产业类龙头企业战略定向招商，引导战略合作协议签约企业入驻园区，完成中拉经贸合作园配套商业招商工作等。此外，公司还将逐步培育高质量、高水平、高规格的文创产业项目，延伸横琴文化、体育、艺术相关产业链，进一步激活横琴文化产业活力，助推横琴新区建设国际休闲旅游岛。

## 财务

该公司盈利主要来源于营业毛利，同时 2016 年以来投资净收益对公司盈利提供一定补充。随着公司各项业务的开展，公司负债规模总体有所扩张，但负债经营程度仍维持在较低水平。公司主业现金回笼情况较好，资产以存货为主，资产变现能力对当地土地市场景气度的依赖度偏高。目前公司货币资金存量充裕，即期债务偿付能力强。

### 1. 公司财务质量

大华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所对该公司 2015-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

近年来，随着业务不断拓展，该公司投资设立子公司逐步增加，合并范围随之扩大。2015 年，公司新纳入合并范围内的子公司包括横琴国际商务中心开发有限公司（以下简称“横琴商务开发”）和阳江市海陵岛琴海投资发展有限公司。2016 年，公司新纳入合并范围内的公司包括珠海大横琴城市综合管廊运营管理有限公司、珠海大横琴城市广场开发有限公司、珠海大横琴城市花园开发有限公司和珠海大横琴大厦开发有限公司。2017 年，公司新纳入合并范围内的公司包括珠海大横琴城市新中心发展有限公司（以下简称“城市新中心”）和珠海大横琴科学城开发管理有限公司。截至 2017 年末，公司合并范围内共有子公司 26 家。

### 2. 公司偿债能力

#### （1）债务分析

##### A. 债务结构

2015-2017 年末和 2018 年 3 月末，该公司负债总额分别为 156.17 亿元、144.80 亿元、178.77 亿元和 188.88 亿元，其中 2016 年末负债总额较 2015 年末下降 7.28%，主要系由于当年口岸公司支付建设用地土地款，应付账款随之大幅减少。同期末，公司资产负债率分别为 37.24%、36.08%、38.02% 和 37.57%，财务杠杆处于较低水平。同期末，公司长短期债务比分别为 63.28%、96.17%、50.53% 和 47.22%。

该公司流动负债主要由应付账款、其他应付款、其他流动负债和短期借款为主，2017 年末公司流动负债余额为 118.76 亿元，上述四项科目余额占流动负债的比重分别为 32.45%、29.07%、19.00% 和 9.20%。2017 年末，应付账款余额为 38.53 亿元，主要为应付工程款等，较 2016 年末增长 51.09%，主要系口岸公司新增应付横琴口岸及综合交通枢纽开发工程款项 7.01 亿元，公司本部新增应付中部片区道路景观工程款 2.32 亿元所致；其他应付款主要为应付

横琴新区管委会财政局的借款、BT 项目回购资金及中交横琴公司负责的委托代建项目回购资金等，当年末余额为 34.53 亿元，较 2016 年末增长 56.36%，主要系横琴新区管委会拨入中交横琴公司负责的委托代建项目回购资金 12.30 亿元所致；其他流动负债全部为土地开发递延收入<sup>21</sup>，即公司所开发的地块已出让，应按约定比例从已收或应收横琴新区管委会财金事务局土地出让收入分成款中尚未确认为收入的部分，2017 年末余额为 22.56 亿元，较 2016 年末增长 107.02%。2018 年 3 月末，流动负债余额较 2017 年末增长 8.03% 至 128.30 亿元。其中，其他应付款余额较 2017 年末增长 19.34% 至 41.21 亿元，主要系横琴新区管委会拨入中交横琴公司拨入的委托代建项目回购资金 6.95 亿元所致；预收款项为 5.22 亿元，较 2017 年末增长 78.82%，主要系公司预收横琴新区管委会土地一级开发分成款 1.24 亿元、中部片区及道路景观项目工程款 1.00 亿元所致。

该公司非流动负债主要由长期借款、递延所得税负债和应付债券构成，2017 年末非流动负债余额为 60.01 亿元。其中，长期借款余额为 31.76 亿元，较 2016 年末下降 11.89%；递延所得税负债主要为土地一级开发项目形成的应纳税暂时性差异<sup>22</sup>，当年末余额为 15.67 亿元，较 2016 年末增长 37.90%；当年公司偿还了 15.00 亿元 3 年期信用增强离岸人民币债券，并发行了 11.00 亿元 3 年期中期票据，年末应付债券余额为 10.98 亿元。公司长期应付款原为融资租赁借款及国开发展基金投资款，2017 年因到期偿付及科目重分类<sup>23</sup>，年末长期应付款余额为零。2018 年 3 月末，公司非流动负债余额为 60.68 亿元，较 2017 年末增长 0.95%，主要科目余额亦较 2017 年末无重大变化。

## B. 刚性债务

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 62.26 亿元、69.53 亿元、61.87 亿元和 62.80 亿元，其中中长性刚性债务余额占比分别为 77.86%、83.29%、69.07% 和 69.48%，公司刚性债务以中长性刚性债务为主；同期末，股东权益与刚性债务比率为 422.67%、368.96%、471.12% 和 499.82%，股东权益对刚性债务的保障程度高。

该公司主要通过金融机构借款和发行债券筹集资金，2017 年末公司金融机构借款余额为 50.56 亿元。从借款主体看，公司借款主要集中在公司本部、大横琴股份公司和横琴商务开发，占比分别约为 18%、51% 和 21%；从借款方式看，以保证借款、保证并抵押借款为主，保证人主要为公司本部，抵押物则

<sup>21</sup> 该公司所开发的地块因已出售应按约定比例从已收或应收横琴新区管委会土地出让收入分成款中未确认为收入的部分（系已售地块相应的公共配套设施建设工程尚未竣工）。除非出现公司不能完成开发工程的情况，已收或应收的土地出让收入分成款属于不可退回的款项。由于预期相关公共配套设施建设工程将于正常营运周期内完成，故递延收入分类为流动负债。

<sup>22</sup> 该公司土地一级开发业务采用按区域汇算清缴的形式，当该区域的地块全部出让，公司才将应收的土地收益分成款确认税务收入成本。

<sup>23</sup> 国开基金发展有限公司对口岸公司的 2.70 亿元增资专项用于横琴口岸及综合交通枢纽工程-停车场项目，投资期限 10 年（其中 0.20 亿元投资期限自 2015 年 12 月 2 日起至 2025 年 12 月 1 日止，2.50 亿元投资期限自 2016 年 6 月 16 日起至 2026 年 6 月 15 日止），年投资收益率为 1.2%，后续可采取股东回购股权、减资、市场化方式实现投资回报。2017 年末，该笔应付款项重分类至长期借款科目。

主要是土地使用权。从融资成本看，公司金融机构借款固定利率一般在 4.90% 以下，浮动利率一般执行基准利率或基准下浮 10%，少量贷款浮动利率为基准上浮 5%-15%，总体看融资成本控制较好。

**图表 14. 截至 2017 年末公司金融机构借款情况（单位：亿元）**

科目	保证	保证并抵押	抵押	信用	合计
短期借款	--	--	--	10.93	10.93
一年内到期的长期借款	--	4.56	3.24	--	7.80
长期借款	19.18	9.01	3.64	--	31.83
<b>合计</b>	<b>19.18</b>	<b>13.57</b>	<b>6.88</b>	<b>10.93</b>	<b>50.56</b>

资料来源：大横琴公司

债券融资方面，该公司于 2014 年 12 月发行了 3 年期信用增强离岸人民币债券，发行总额 15.00 亿元，年利率为 4.75%，每年付息两次，到期一次性还本，该债券已于 2017 年 12 月到期兑付。公司于 2017 年 4 月发行了 3 年期 11.00 亿元中期票据，票面利率为 4.90%，债券利息按年支付，到期一次性还本。截至 2018 年 7 月 23 日，公司待偿债券本金余额 11.00 亿元，公司已发行债券本息兑付情况正常。

### C. 或有负债

截至 2018 年 3 月末，该公司为对合并范围外公司提供担保余额为 25.96 亿元，担保比率为 8.27%，全部系对珠海琴发实业有限公司（以下简称“琴发实业”）<sup>24</sup>的担保。

#### (2) 现金流分析

该公司经营活动现金流入主要反映主营业务现金流入以及与横琴新区管委会、项目承建公司之间的建设资金收支净额。2015-2017 年和 2018 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 147.61%、94.16%、170.28% 和 2211.47%，2017 年以来公司主业现金回笼大幅提升，主要系公司收到大规模的土地一级开发分成款项。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 31.12 亿元、-42.58 亿元、-9.66 亿元和 4.57 亿元，其中 2016 年呈现大额净流出主要系当年收到的土地开发收益返还以及建设资金往来款同比大幅减少所致，2017 年呈现净流出主要系当年竞拍取得横琴科学城（一期）土地支付地价款规模较大所致。

该公司投资环节现金流主要反映公司产业投资以及往来借款现金收支情况等。2015-2017 年和 2018 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -24.45 亿元、2.79 亿元、-0.98 亿元和 -1.00 亿元，其中 2015 年呈现大额净流出主要系参股琴发实业和支付往来借款所致，2016 年呈现净流入主要系当年收到横琴总部大厦公司现金分红 1.78 亿元以及往来借款净流入所致。2017 年呈现净流出主要系公司跨境商品体验中心等在建工程投入、投资中国电建集团市政规划设计研究院有限公司（以下简称“电建研究院”）、中国自贸区信息港（横琴）股份有限公司（以下简称“自贸区信息港”）、横琴国际融资租赁有

<sup>24</sup> 琴发实业系琴发投资全资子公司，故该公司对琴发实业债务余额的 40% 部分提供保证。

限公司及珠海盈米财富管理有限公司等的现金流出，2018 年第一季度呈现净流出主要系珠海大横琴泛旅游发展有限公司（以下简称“泛旅游公司”）竞拍取得天沐左岸项目土地使用权支付现金 1.17 亿元所致。

该公司筹资渠道主要包括横琴新区管委会拨入建设项目专项投资款以及银行贷款、发债等渠道，2015-2017 年和 2018 年第一季度公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-5.70 亿元、36.89 亿元、36.73 亿元和 22.66 亿元，其中吸收投资收到的现金分别为 16.60 亿元、36.59 亿元、46.71 亿元和 22.27 亿元，主要系横琴新区管委会拨入建设项目专项投资款。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，2015-2017 年分别为 25.73 亿元、5.46 亿元和 17.59 亿元，近三年受利润影响呈现波动。目前，公司 EBITDA 对利息支出的保障程度较好，但公司经营性现金流呈现净流出状态，无法对负债形成有效保障。

**图表 15. 2015-2017 年以来公司经营性现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况**

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出（倍）	6.47	1.32	4.94
EBITDA/刚性债务（倍）	0.37	0.08	0.27
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	31.12	-42.58	-9.66
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	38.51	-50.26	-10.03
经营性现金净流入与负债总额比率（%）	21.03	-28.30	-5.97

资料来源：大横琴公司

### （3）资产质量分析

2015-2017 年末和 2018 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 263.16 亿元、256.52 亿元、291.49 亿元和 313.89 亿元，其中 2016 年末余额较 2015 年末下降 2.52%，主要系受公司向股东分配利润 2.33 亿元以及横琴新区管委会收回拨入的土地及土地款（合计 42.03 亿元）<sup>25</sup>影响所致。同期末，公司资本公积占所有者权益的比重分别为 82.94% 和 84.12%。公司资本公积主要由划拨土地、建设项目投资拨款等构成，2017 年末公司资本公积为 241.76 亿元，较 2016 年末增长 11.74%，主要系横琴新区管委会划拨的对口岸公司、自贸区信息港、城市新中心等子公司注资款、对大横琴置业、泛旅游公司的项目注资款等。

2015-2017 年末，该公司资产总额分别为 419.33 亿元、401.32 亿元和 470.26 亿元，年均复合增长率为 5.90%。公司资产以流动资产为主，同期末流动资产占资产总额的比重分别为 75.72%、83.75% 和 89.34%。2017 年末，公司流动资产余额为 420.15 亿元，主要由存货、货币资金、其他应收款和应收账款构成。其中，存货余额为 310.30 亿元，主要由房地产项目开发成本和土地开发成本构成，当年末余额较 2016 年末增长 25.41%，主要系房地产开发成本增加所致；货币资金为 73.02 亿元，其中使用受限金额为 0.49 亿元，当年末短期刚性债务

<sup>25</sup> 2016 年，横琴新区收回该公司划拨用地减少资本公积 39.63 亿元，收回原拨付的新家园土地价款减少资本公积 2.40 亿元。

现金覆盖率为 381.53%，公司货币资金充裕，即期债务偿付能力强；其他应收款为 19.80 亿元，主要系应收往来款，当年末应收琴发投资资金拆借款及利息合计 17.67 亿元；应收账款为 9.12 亿元，较 2016 年末下降 41.38%，其中应收横琴新区管委会土地一级开发项目款 8.19 亿元。2018 年 3 月末，公司流动资产余额为 45.27 亿元，较 2017 年末增长 7.74%。当期末，货币资金余额较 2017 年末增长 35.89% 至 99.23 亿元，其中受限货币资金为 0.49 亿元，货币资金仍充裕；存货余额较 2017 年末增长 3.79% 至 322.06 亿元；应收账款较 2017 年末下降 86.18% 至 1.26 亿元，主要系收到横琴新区管委会财政局土地一级开发收益款所致。

2017 年末，该公司非流动资产余额为 50.12 亿元，较 2016 年末下降 23.17%，主要系其他非流动资产和长期应收款减少所致。当年末，其他非流动资产余额为 29.65 亿元，主要系横琴新区管委会划入的土地资产，较 2016 年末下降 23.17%，主要系横琴新区管委会收回划拨土地所致；长期股权投资余额为 11.51 亿元，较 2016 年末增长 20.63%，主要系公司当年新增对电建研究院、自贸区信息港等投资及权益法核算的长期股权投资公允价值上升所致；长期应收款余额为 0，主要系收回拆借给朝旭实业有限公司的款项所致；在建工程余额为 1.55 亿元，主要系跨境商品体验中心等项目投入所致。2018 年 3 月末，公司非流动资产余额为 50.05 亿元，与 2017 年末基本持平，当期跨境商品体验中心项目完工转入固定资产，期末在建工程余额减为 0.57 亿元。

#### **(4) 流动性/短期因素**

2018 年 3 月末，该公司受限资产账面价值为 102.82 亿元，占资产总额的比重为 20.45%。其中，货币资金受限金额为 0.49 亿元；受限存货的账面价值为 96.10 亿元，系用于抵押借款；其他非流动资产受限账面价值为 6.23 亿元，系用于抵押借款。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 353.77% 和 352.83%；速动比率分别为 87.70% 和 95.40%；现金比率分别为 61.48% 和 77.34%，公司资产中以开发成本为主的存货占比高，资产变现能力相对较弱，但考虑到公司存量货币资金充裕，总体资产流动性尚可。

### **3. 公司盈利能力**

2015-2017 年，该公司分别实现主营业务收入 37.30 亿元、10.28 亿元和 26.70 亿元，受土地一级开发业务收入波动影响整体波动较大。土地一级开发业务系公司最主要的收入来源，同期分别为 35.34 亿元、8.28 亿元和 24.75 亿元，对主营业务收入的贡献率分别为 94.76%、80.60% 和 92.71%。同期，公司主营业务毛利率分别为 73.17%、64.28% 和 73.80%，呈现波动趋势，主要受土地出让类型不一，同时叠加建设项目管理业务净亏损规模波动影响所致。同期，土地一级开发业务毛利率分别为 76.12%、73.12% 和 78.16%。2018 年第一季度，公司主营业务收入为 0.43 亿元，规模较小，主要系当期未确认土地一级开发业

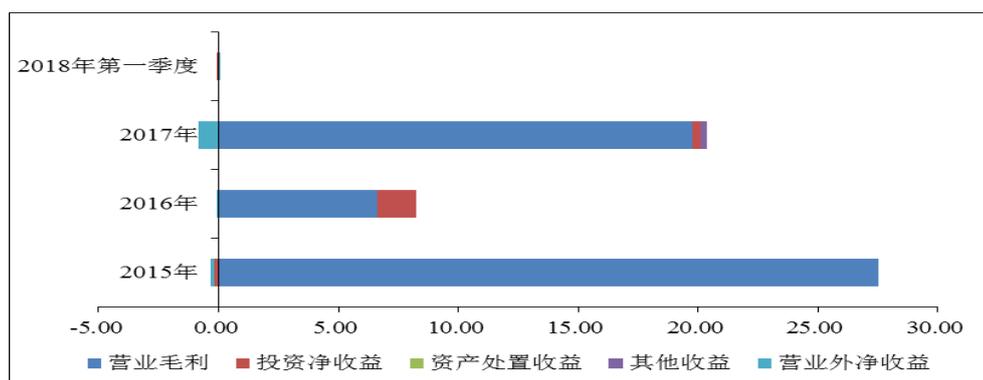
务收入，当期收入主要来源于租赁及物业管理等业务；当期主营业务毛利率为 9.38%。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2015-2017 年分别为 2.81 亿元、2.46 亿元和 3.33 亿元；同期，期间费用率分别为 7.53%、23.90% 和 12.42%，其中 2016 年期间费用率同比下降 7.05 个百分点，主要系受当年主营业务收入规模下降影响，期间费用率被动提高。2015-2017 年，公司营业税金及附加金额分别为 1.80 亿元、3.24 亿元和 1.78 亿元，呈现波动态势，主要系 2016 年计提了无偿划转横琴国际商务基地及配套项目地块及在建工程应缴土地增值税 2.54 亿元，公司营业税金及附加规模相对较大，进一步摊薄了营业毛利。2018 年第一季度，公司期间费用为 0.52 亿元，期间费用率为 121.14%，期间费用率高，主要系当期未确认土地一级开发业务收入，主营业务收入规模相对较小，当期期间费用对营业毛利的侵蚀严重。

该公司盈利主要来源于营业毛利，2016 年以来投资净收益对公司盈利提供一定补充。2015-2017 年，公司分别实现净利润 16.00 亿元、1.14 亿元和 9.73 亿元。同期，投资净收益分别为-0.18 亿元、1.63 亿元和 0.37 亿元，主要来自对联营及合营企业的投资权益法核算下确认的投资收益和分红，其中 2016 年规模较大主要系当年横琴总部大厦公司现金分红 1.78 亿元。此外，2016 年公司营业外收入为 2.09 亿元，规模较大主要系当年确认横琴新区管委会土地补偿价款 2.04 亿元；营业外支出为 2.09 亿元，规模较大主要系公司上缴新区管委会 BT 项目管理费 2.01 亿元<sup>26</sup>所致；2017 年公司营业外支出为 0.87 亿元，其中罚款、滞纳金 0.66 亿元，主要系公司缴纳的横琴 1#码头渔政罚款和横琴新区环岛西堤堤岸及景观工程渔政罚款；2017 年公司获得其他收益 0.25 亿元，系公司获得的财政补贴等。2018 年第一季度，公司净利润为-0.55 亿元，当期经营呈现亏损状态，主要系当期未确认土地一级开发业务收入所致。2015-2017 年，公司总资产报酬率分别为 6.46%、1.21%和 3.92%，净资产收益率分别为 6.48%、0.44%和 3.55%，资产获利能力弱。

<sup>26</sup> 根据审计署、国家计委、财政部、国家经贸委、建设部、国家工商行政管理局《建设项目审计处理暂行规定》第七条“建设项目概算中多计、重计的投资应要求建设单位报审批部门批准后予以调整”。2016 年，该公司按审计报告的要求，对项目管理费及建设工程管理费进行调整，将已支付至公司的市政基础设施 BT 项目的项目管理费 21251.59 万元及横琴新家园首期工程多支付的建设工程管理费 398.35 万元于 2016 年 9 月底前返回横琴新区财政。

图表 16. 2015 年以来公司盈利来源构成情况（单位：亿元）



注：根据大横琴公司提供的资料整理、绘制

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司作为横琴新区主要的城市开发运营主体，主要负责横琴新区内的城市开发、口岸开发、房地产开发、产业投资、公共资源、高端服务、科技创新园区、旅游开发等业务，公司主业盈利能力较强。目前，公司负债经营程度维持在较低水平，为后续融资提供了一定的财务弹性；且公司货币资金充裕，且刚性债务期限以中长期刚性债务为主，即期债务偿付能力强。

### 2. 外部支持因素

该公司作为横琴新区主要的开发运营主体，业务地位突出，能够在资源、项目建设资金等方面持续得到横琴新区管委会的有力支持。公司长期与多家金融机构保持良好合作关系，融资渠道较为通畅，能够为公司业务发展提供一定资金支持。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径获得银行授信总额为 157.67 亿元，其中尚未使用的授信额度为 27.63 亿元。

## 评级结论

该公司为横琴新区国资委下属的国有独资公司，产权结构明晰。公司已建立符合经营管理需要的法人治理结构，能够满足公司日常经营管理需要；并根据自身业务发展需要设置了相应的组织架构和管理制度，日常运作较规范，可为各项业务的顺利开展提供良好保障。

该公司作为横琴新区主要的城市开发运营主体，主要负责横琴新区内的城市开发、口岸开发、房地产开发、产业投资、公共资源、高端服务、科技创新园区、旅游开发等业务。土地一级开发是公司收入和毛利最主要的来源，近年来主要因土地出让类型不一、面积波动，同时叠加建设项目管理业务净亏损规

模波动影响，公司主营业务毛利波动幅度偏大。公司房地产、口岸开发等业务均处于开发建设阶段，未来投资规模大，且土地一级开发业务未来亦存在较大的资金需求，总体看公司后续资本性支出压力大。公司盈利主要来源于营业毛利，同时 2016 年以来投资净收益对公司盈利提供一定补充。随着公司各项业务的开展，公司负债规模总体有所扩张，但负债经营程度仍维持在较低水平。公司主业现金回笼能力较好，资产以存货为主，资产变现能力对当地土地市场景气度的依赖度偏高。目前公司货币资金存量充裕，即期债务偿付能力强。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

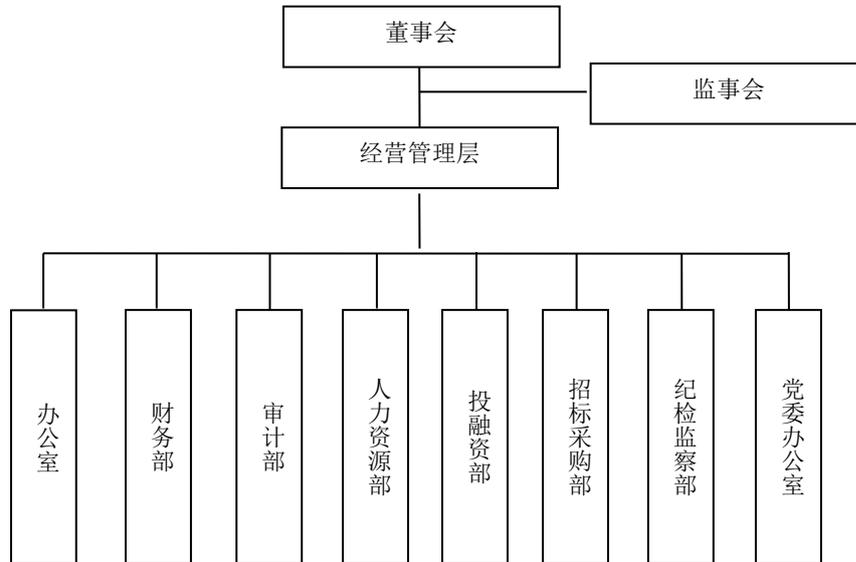
公司与实际控制人关系图



注：根据大横琴公司提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据大横琴公司提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
珠海大横琴投资有限公司	大横琴公司	--	项目投资及投资管理；基础设施项目投资、建设；房地产开发(凭资质证经营)；污水处理	18.82	254.42	0.17	12.02	9.05	公司本部
珠海大横琴股份有限公司	大横琴股份公司	100.00	土地一级开发及项目投资	30.14	46.36	24.88	14.25	28.42	--
珠海大横琴口岸建设开发有限公司	口岸公司	100.00	项目投资及投资管理	--	68.93	0.34	-0.08	-0.72	--
珠海大横琴科技发展有限公司	大横琴科技	100.00	服务业	--	3.50	0.47	0.00	-0.01	--
珠海大横琴置业有限公司	大横琴置业	100.00	房地产投资、开发	11.86	51.26	0.10	-0.72	-41.93	--
珠海大横琴公共资源经营管理有限公司	大横琴经营公司	100.00	园林绿化工程、物业管理等	--	1.10	1.25	0.04	0.13	--
珠海大横琴城市广场开发有限公司	大横琴城市开发	100.00	项目开发、投资、建设等	0.60	-0.01	--	-0.01	-0.76	--
横琴国际商务中心开发有限公司	横琴商务开发	100.00	项目开发、投资、建设等	10.80	11.44	--	-0.16	-3.62	--

资料来源：大横琴公司

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额[亿元]	419.33	401.32	470.26	502.78
货币资金[亿元]	52.14	50.27	73.02	99.23
刚性债务[亿元]	62.26	69.53	61.87	62.80
所有者权益 [亿元]	263.16	256.52	291.49	313.89
营业收入[亿元]	37.31	10.31	26.78	0.43
净利润 [亿元]	16.00	1.14	9.73	-0.55
EBITDA[亿元]	25.73	5.46	17.59	—
经营性现金净流入量[亿元]	31.12	-42.58	-9.66	4.57
投资性现金净流入量[亿元]	-24.45	2.79	-0.98	-1.00
资产负债率[%]	37.24	36.08	38.02	37.57
长短期债务比[%]	63.28	96.17	50.53	47.22
权益资本与刚性债务比率[%]	422.67	368.96	471.12	499.82
流动比率[%]	331.94	455.32	353.77	352.83
速动比率[%]	91.00	115.14	87.70	95.40
现金比率[%]	54.51	68.13	61.48	77.34
利息保障倍数[倍]	6.42	1.20	4.81	—
有形净值债务率[%]	59.81	57.10	61.86	60.64
担保比率[%]	17.86	20.74	6.53	8.27
毛利率[%]	73.75	64.36	73.75	9.38
营业利润率[%]	61.57	24.02	57.06	-125.71
总资产报酬率[%]	6.46	1.21	3.92	—
净资产收益率[%]	6.48	0.44	3.55	—
净资产收益率*[%]	6.49	0.44	3.55	—
营业收入现金率[%]	147.61	94.16	170.28	2211.47
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	38.51	-50.26	-10.03	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	21.03	-28.30	-5.97	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.25	-46.97	-11.04	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.50	-26.44	-6.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.47	1.32	4.94	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.08	0.27	—

注：表中数据依据大横琴公司经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。