

跟踪评级公告

联合[2016]1085号

力合股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

力合股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”
力合股份有限公司公开发行的“16 力合债”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一六年八月二十六日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

力合股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：**A+** 评级展望：稳定

上次评级结果：**A+** 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 力合债	5 年	3 亿元	AA+	AA+	2015/12/11

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的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2016 年 8 月 26 日

主要财务数据：

发行人-力合股份有限公司

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	11.03	12.24	12.99
所有者权益 (亿元)	8.68	7.76	7.82
长期债务 (亿元)	0.51	0.48	0.48
全部债务 (亿元)	0.98	3.25	3.77
营业收入 (亿元)	1.73	2.12	0.55
净利润 (亿元)	0.46	0.54	0.10
EBITDA (亿元)	0.96	1.04	--
经营性净现金流 (亿元)	0.28	0.18	0.18
营业利润率 (%)	34.58	37.50	43.24
净资产收益率 (%)	5.26	6.62	1.26
资产负债率 (%)	21.32	36.59	39.77
全部债务资本化比率 (%)	10.12	29.51	32.54
流动比率 (倍)	2.58	0.80	0.80
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.98	0.32	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.29	14.87	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.32	0.35	--

担保方-珠海华发集团有限公司

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,226.95	1,575.05	1,755.67
所有者权益 (亿元)	299.61	376.82	388.18
全部债务 (亿元)	704.20	937.05	1,081.22
净利润 (亿元)	7.76	8.19	1.48
资产负债率 (%)	75.58	76.08	77.89

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、公司 2016 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，力合股份有限公司（以下简称“公司”或者“力合股份”）作为珠海市国资委旗下的上市公司，其电容器制造板块、污水处理板块和高新技术孵化板块仍保持平稳发展；受益于锂电池行业的快速发展，其电子设备制造板块收入大幅增长；盈利能力有所提升、债务负担维持在较低水平。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到电容器制造行业景气度低迷、债务结构不合理以及投资与资产管理业务未来收益存在一定不确定性等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2016 年一季度，公司开始涉足投资与资产管理业务，且发展较为迅速。未来，随着公司进一步扩大投资规模、优化投资结构，并对电容器、电子设备业务加大创新研发、调整产品结构，公司整体盈利能力和综合竞争力有望得到增强。

跟踪期内，本次债券担保方珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）资产和权益规模较大，整体运营状况良好，2015 年营业收入有较大幅度的增长，其担保对于本次公司债券的到期还本付息仍然具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司“A+”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 力合债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2015 年，公司电子设备制造板块加大创新力度，营业收入大幅增长，盈利能力有所改善。

2. 跟踪期内，公司污水处理业务经营稳定，现金流状况良好；公司开始涉足投资与资产管理业务，且发展较为迅速。

3. 跟踪期内，担保方华发集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，其担保对于本次公司债券的到期还本付息仍然具有显著的积极影响。

关注

1. 跟踪期内，公司负债大幅增加，债务结构以短期为主，存在一定的短期偿付压力。

2. 跟踪期内，公司开始涉足投资与资产管理业务，且发展较为迅速，其未来收益存在一定不确定性。

3. 担保方华发集团债务负担较重，资本支出压力较大。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@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：


联合信用评级有限公司

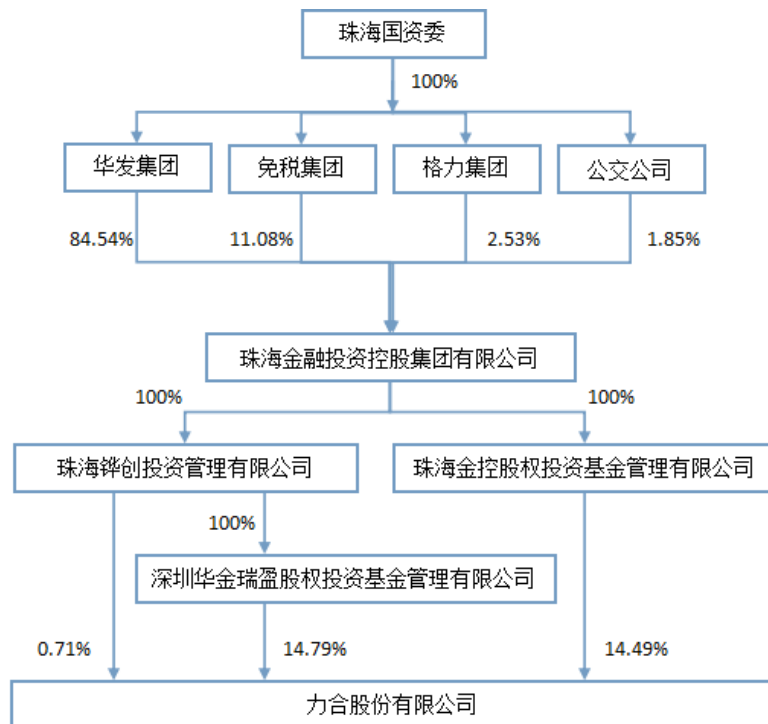
一、主体概况

力合股份有限公司（以下简称“公司”或“力合股份”），原名为珠海华电股份有限公司，于1992年10月28日在广东省珠海市成立，注册资本7,412万元。1993年10月中国证券监督管理委员会证监发审字【1993】60号文复审通过，深圳证券交易所深证所字【1993】第275号文审核批准，公司成功向社会公众公开发行每股面值为1.00元人民币的普通股股票2,470万股，并于1994年1月在深圳证券交易所上市，总股本9,882万元，主要股东为珠海经济特区电力开发（集团）公司，持股比例为43.13%。

2000年，公司进行资产重组，第一大股东由珠海经济特区电力开发（集团）公司变更为深圳市清华科技开发有限公司（现名深圳力合创业投资有限公司）。2003年7月，公司更名为“力合股份有限公司”，即现名，并领取企业法人营业执照（注册号为4404001000419）。2009年10月，深圳力合创业投资有限公司通过深圳证券交易所集中竞价交易减持公司股份，成为公司第二大股东，珠海城市建设集团有限公司成为公司第一大股东。2010年9月，珠海市水务集团有限公司受让珠海城市建设集团有限公司所持本公司股份后，成为公司第一大股东。2013年9月，珠海金融投资控股集团有限公司旗下公司珠海铎创投资管理有限公司（以下简称“珠海铎创”）及其一致行动人通过深圳证券交易所集中竞价交易增持公司股份，成为公司控股股东至今。公司自上市以来，经多次增资配股、资本公积转增股本，截至2016年3月底，公司总股本为3.45亿元。

截至2016年3月底，公司控股股东为珠海铎创，公司实际控制人为珠海市人民政府国有资产管理委员会（以下简称“珠海国资委”）。截至2016年3月底，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

注：珠海华发集团有限公司简称“华发集团”，珠海市免税企业集团有限公司简称“免税集团”，珠海格力集团有限公司简称“格力集团”，珠海公交巴士有限公司简称“公交公司”。

公司主要从事电子器件制造、电子设备生产、污水处理和投资与资产管理等业务。截至2015年

底，公司总部设有总裁办公室、证券事务部、战略运营部、人力资源部、资金财务部、风控法务部、实业事业部、审计监察部 8 个职能部门（详见附件 1），控股 7 家一级子公司，公司员工合计 588 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 12.24 亿元，负债合计 4.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 7.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 6.85 亿元。2015 年公司实现营业收入 2.12 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.38 亿元。2015 年公司经营活动现金流量净额为 0.18 亿元，现金及现金等价物增加额-0.88 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 12.99 亿元，负债合计 5.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 7.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益 6.87 亿元。2016 年 1~3 月公司实现营业收入 0.55 亿元，净利润（含少数股东损益）0.10 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.06 亿元。2016 年 1~3 月经营活动现金流量净额为 0.18 亿元，现金及现金等价物增加额 0.31 亿元。

公司注册地址：广东省珠海市香洲区唐家湾镇唐家大学路 101 号清华科技园创业大楼第六层东楼；法定代表人：谢伟。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会于 2016 年 3 月 11 日签发的中国证券监督管理委员会许可【2016】477 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 3.5 亿元的公司债券，于 2016 年 6 月 28 日结束发行认购，实际发行规模为 3.00 亿元，发行利率为 4.90%，期限为 5 年（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权），按年付息，付息期为 2017 年 6 月 27 日至 2021 年 6 月 27 日，到期一次还本；并于 2016 年 8 月 4 日在深圳证券交易所挂牌上市，债券简称为“16 力合债”，债券代码为“112406.SZ”。

截至本报告出具日，“16 力合债”募集资金扣除发行费用后已全部用于补充公司营运资金，募集资金已全部按照募集说明书中披露的用途使用完毕。

截至本报告出具日，“16 力合债”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1. 铝电解电容器行业

2015 年，受全球经济不景气影响，铝电解电容器增速放缓。另外，日元贬值也增加了铝电解电容器行业压力，产品价格竞争更趋激烈。虽然传统笔记本电脑、台式电脑、电视及家庭影像设备等出货减少，对铝电解电容器需求造成不利影响，但国家鼓励的节能照明、新能源电力、电动汽车、工业机器人、互联网+等产业的快速发展，给铝电解电容器带来新的增长机会。

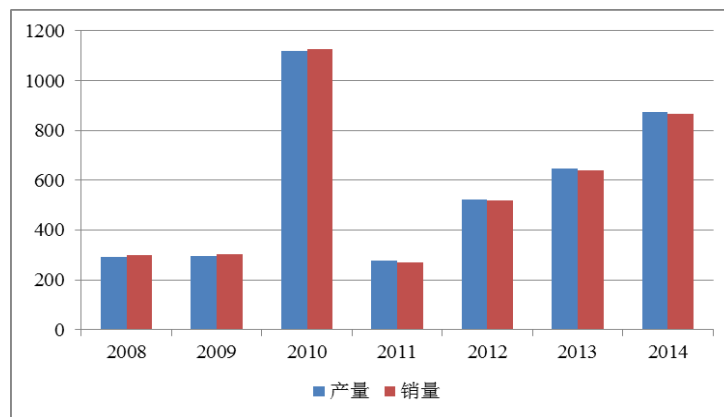
铝电解电容器的下游行业主要有消费类电子产品、电脑及周边、工业电源及照明、新能源及汽车工业等行业。其中消费类电子行业占总消耗量的 35% 左右，是铝电解电容器的最大市场；其次是电脑及周边产品，占 22% 左右；工业电源和照明领域占 18% 的比例。

从竞争格局看，目前，全球铝电解电容器主要产地集中在亚洲，日本的 Chemicon、Nichicon、Rubycon、Panasoni、Elna 是全球前五大电容器制造厂商，牢牢占据汽车电子、通讯、智能仪表、工控等行业的高端市场，是铝电解电容器行业第一梯队。国内中外资铝电解电容器厂家共约有 500 家左右，占全世界铝电解电容器厂家约 80%，大部分是 100 人以内的小型工厂，以生产中、低端产品

为主。国内铝电解电容器逐步趋于饱和，价格竞争激烈。受集成电路技术发展和片式多层陶瓷技术进步，铝电解电容器的应用被不断挤压，只有大容量、高压、高频、小型化的铝电解电容器仍然具有较强市场生命力，固态铝电解电容器作为铝电解电容器的新成员，目前仍属于成长期产品。2015年，受经济持续放缓以及外围经济不稳定影响，电容器行业竞争加剧，价格竞争激烈。

从铝电解电容器产销情况看，近年来，随着下游行业尤其是消费类电子行业、电脑及周边行业和能源类产品的需求增加，铝电解电容器呈快速发展，但是供大于求的市场局面依然持续。2014年，中国铝电解电容器产量为 874.05 亿只，同比增长 35.14%；销量为 865.35 亿只，同比增长 35.31%。

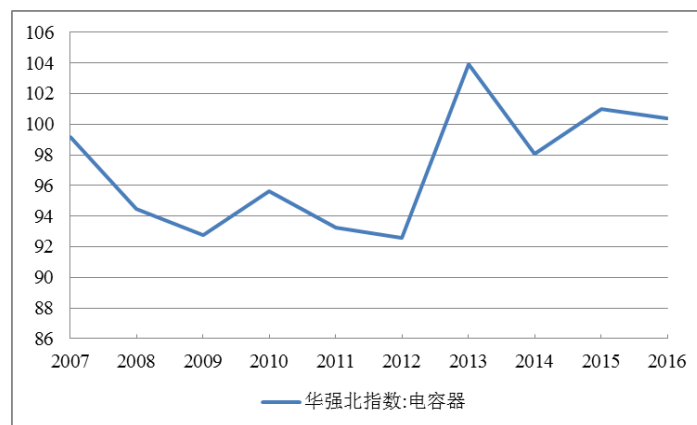
图2 铝电解电容器产销情况（单位：亿只）



资料来源：WIND资讯

从电容器价格方面看，2012年至今，随着下游行业尤其是消费类电子行业、电脑及周边行业和能源类产品的需求增加，电容器价格波动上行，2013年华强北电容器指数达到近8年的高点103.92点；随后电容器价格有所回落，但价格整体保持平稳发展。2016年1~7月的华强北电容器指数为100.32，与2015年相比有小幅下降，但较2014年有所提高。

图3 电容器价格走势



资料来源：WIND资讯

总体看，铝电解电容器是电子工业的基础原材料，有质优价廉的产品优势，下游行业需求量大。跟踪期内，行业供过于求的局面依然持续，市场竞争激烈。但在国家鼓励发展的节能照明、新能源电力、电动汽车、工业机器人、互联网+等产业方面，高技术含量的铝电解电容器仍有较好的发展机会。

2. 污水处理行业

污水处理行业属于水务终端处理行业，中国水资源匮乏，污水排放量的持续增长以及水污染问题的日益严峻为污水处理行业提供了广阔的市场空间。中国水资源总量占全球的 6%，而中国人口却占全球的 23% 左右。因人口众多，在联合国可持续发展委员会统计的 153 个国家和地区中，中国排在第 121 位，并且被列为了世界 13 个人均水资源最贫乏的国家之一。2015 年，中国全年水资源总量 28,306 亿立方米，全年平均降水量 644 毫米。当年末全国监测的 614 座大型水库蓄水总量为 3,645 亿立方米，与上年末蓄水量基本持平。按照第六次全国人口普查数据计算，人均水资源量为 2,120.21 立方米，不足世界平均水平的三分之一。水资源短缺已成为制约中国经济和社会可持续发展的重要因素。

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水是污水处理的主体，占到全国污水排放总量的 60% 以上。未来随着中国人口数量的不断增加、城市化进程的继续推进和人民生活水平的提高，城镇生活污水排放量将平稳增长，成为新增污水排放量的主要来源。近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入高速扩张期。根据《中国 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，城市污水处理厂日处理能力达到 13,784 万立方米，比上年末增长 5.3%；城市污水处理率达到 91.0%，提高 0.8 个百分点。城市生活垃圾无害化处理率达到 92.5%，提高 0.7 个百分点。

表 1 2016 年 7 月全国重点城市居民污水处理费（单位：元/吨）

排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费
1	上海	1.70	13	福州	0.85	25	贵阳	0.70
2	南京	1.42	14	西宁	0.82	26	青岛	0.70
3	北京	1.36	15	石家庄	0.80	27	银川	0.70
4	南宁	1.17	16	宁波	0.80	28	西安	0.65
5	重庆	1.00	17	哈尔滨	0.80	29	郑州	0.65
6	昆明	1.00	18	大连	0.80	30	沈阳	0.60
7	厦门	1.00	19	兰州	0.80	31	乌鲁木齐	0.50
8	杭州	1.00	20	海口	0.80	32	太原	0.50
9	天津	0.90	21	南昌	0.80	33	杭州	0.50
10	深圳	0.90	22	武汉	0.80	34	济南	0.40
11	广州	0.90	23	合肥	0.76	35	长春	0.40
12	成都	0.90	24	长沙	0.75	36	呼和浩特	0.35

资料来源：中国水网

在污水处理价格方面，由于污水处理行业较早开始市场化运作，相对于自来水价格，污水价格更多采取市场定价方式。根据中国水网公布的最新数据，截至 2016 年 6 月，居民生活污水处理费排名前十的城市包括上海、南京、北京等地，价格处于 0.9~1.7 元/吨之间。

行业政策方面，2015 年 4 月 14 日，国务院下发《国务院关于印发水污染防治行动计划的通知》（国发〔2015〕17 号，以下称“水十条”），“水十条”涉及控制污染物排放、推动经济结构转型升级、着力节约保护水资源、强化科技支撑、充分发挥市场机制作用、严格环境执法监管，切实加强水环境管理、全力保障水生态环境安全、明确和落实各方责任和强化公众参与和社会监督的十个方面的水务规划。同年 5 月，财政部、环境保护部近期印发的《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》，该意见对政府和社会资本合作的重点领域、回报机制和操作流程进行了

总体部署，这对于引导社会资本加大水污染防治投入、提升防治能力和效率具有重要意义。2016年1月29日，环境保护部通过《生态环境大数据建设总体方案》与《水污染防治行动计划实施情况考核办法（试行）》。方案确定的总体目标是：到2021年末，基本建成大数据应用平台、管理平台和大数据环保云平台架构，实现生态环境综合决策科学化、监管精准化、公共服务便民化。2016年《十三五规划纲要（全文）》，要求加快城镇污水处理设施和管网建设改造，推进污泥无害化处理和资源化利用，实现城镇生活污水、垃圾处理设施全覆盖和稳定达标运行，城市、县城污水集中处理率分别达到95%和85%。

近年来，国家政策不断向污水处理行业倾斜，在政策红利下，中国污水处理行业进入了高速扩张期：污水处理能力和处理效率持续提升，各地污水处理费价格陆续上调，行业规模持续扩张，营收快速增长，行业整合推进。

总体看，跟踪期内，国家政策持续利好，目前污水处理行业正处于快速发展阶段。现阶段城镇市政污水处理的增长机会在于提标改造、污水处理费涨价，以及城镇化带来的新需求，同时，行业内的整合和并购，也有助于实现规模效益，污水处理行业未来发展前景仍然较好。

四、管理分析

2016年1月14日，公司副总裁谢浩、邓华进因工作调动，另有任用，申请辞去本公司副总裁职务；3月14日，公司职工代表监事刘练达，由于工作变动申请辞去公司职工代表监事职务，辞职后将不在公司担任任何职务，同日吴华利被选举继任为职工代表监事。2016年5月30日，公司副总裁曹海霞女士因工作原因，申请辞去本公司副总裁职务。

总体看，跟踪期内，公司管理团队有一定人员变动，但对公司正常经营影响不大；公司的经营管理、财务管理等制度无重大变化。

五、经营分析

1. 经营概况

2015年，公司实现营业收入2.12亿元，同比增长22.90%，主要系公司电子设备制造板块收入大幅增长所致；实现净利润0.54亿元，其中归属于母公司的净利润0.38亿元，同比增长19.75%。

2015年，公司主营业务较上年变化不大，仍以电子设备制造、电子器件制造、污水处理和高新技术企业孵化等四个业务板块为主。2015年，公司实现主营业务收入2.06亿元，占营业收入的比重为97.17%，公司主营业务突出。从收入构成看，2015年，电子器件制造业在各主营业务中仍然占比最大，实现营业收入7,556.15万元（占比36.64%），同比增长1.06%，但所占比重较上年下降了13.38个百分点，主要系本期电子设备制造业收入大幅增长使得各业务板块收入占比均有较大变化所致。2015年，公司电子设备制造业实现营业收入5,972.29万元（占比28.96%），同比增长201.74%，所占比重较上年提升了17.19个百分点，主要系子公司珠海华冠科技股份有限公司¹（以下简称“华冠科技”）受下游行业新能源汽车、动力锂电池的快速发展影响，相关产品销售规模扩大所致。污水处理业务和高科技企业孵化业务分别实现营业收入5,037.76万元（占比24.43%）和2,054.05万元（占比9.96%），较上年均有小幅增长，但由于电子设备制造业收入的大幅增长，其占主营收入的比重均有所下降。环境工程业务已于2014年5月起不再纳入合并范围。

¹ 原名华冠电子科技有限公司，于2016年4月28日变更为现名。

表 2 公司 2014~2015 年主营业务情况 (单位: 万元, %, 百分点)

产品	2014 年			2015 年			收入变化	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
电子器件	7,476.60	44.45	28.93	7,556.15	36.64	31.07	1.06	2.14
电子设备	1,979.29	11.77	5.92	5,972.29	28.96	34.21	201.74	28.29
污水处理	4,392.45	26.12	54.66	5,037.76	24.43	46.10	14.69	-8.56
高新技术企业孵化	1,997.95	11.88	67.62	2,054.05	9.96	65.78	2.81	-1.84
环境工程	972.08	5.78	26.33	--	--	--	--	--
合计	16,818.36	100.00	37.39	20,620.27	100.00	39.11	22.61	1.72

资料来源: 公司提供

从毛利率情况来看, 2015 年, 公司主营业务综合毛利率为 39.11%, 较上年提高了 1.72 个百分点, 主要系电子设备制造业毛利率大幅提高所致。分板块来看, 电子设备制造业毛利率由上年的 5.92% 大幅提高至 34.21%, 主要系子公司华冠科技的订单量有所增长并且销售机型较上年相比毛利率较高, 从而使 2015 年公司电子设备制造业务的毛利率大幅提升; 污水处理业务毛利率由上年的 54.66% 下降至 46.10%, 主要系公司新增东营项目较高的前期成本费用拉低了毛利率所致; 电子器件制造业和高新技术企业孵化业务毛利率较为稳定, 变化不大。

2016 年一季度, 公司由于在 2015 年末转让珠海清华科技园创业投资有限公司 (下面简称“清华科技园”) 股权 (公司相继转让清华科技园 7.15% 和 1% 的股权后, 丧失对其控制权, 现持有其 49% 的股权) 以及大力拓展投资与资产管理业务, 导致公司合并范围以及主营业务发生较大变化, 目前主营业务以电子器件制造、电子设备制造、污水处理以及投资与资产管理为主。2016 年一季度, 公司实现主营业务收入 5,533.75 万元, 其中电子器件制造、电子设备制造、污水处理以及投资与资产管理业务分别占比 30.02%、45.49%、19.01% 和 5.48%, 主营业务综合毛利率为 45.21%。

总体看, 跟踪期内, 公司主营业务收入增长幅度较大, 综合毛利率有所提高; 但其主营业务的变化对其未来收入的稳定性有一定影响。

2. 电子器件制造

公司电子器件制造业务的经营主体为珠海华冠电容器有限公司 (以下简称“华冠电容器”), 2015 年, 公司电子器件制造板块实现营业收入 7,556.15 万元, 同比增长 1.06%。

(1) 原材料采购

2015 年, 华冠电容器在采购流程和结算方式方面未发生重大变化。

表 3 2014~2015 年华冠电容器主要原材料采购情况

项 目		2014 年	2015 年
铝箔	采购量 (平方米)	385,237.55	395,504.48
	采购均价 (元/平方米)	27.30	27.86
铝壳	采购量 (万只)	69,253.00	66,153.90
	采购均价 (元/万只)	73.01	88.81
OEM	采购量 (万只)	6,957.34	5,892.92
	采购均价 (元/万只)	1,163.21	1,093.88

资料来源: 公司提供

原材料采购数量和均价方面, 2015 年, 主要材料铝箔采购量及单价较 2014 年基本持平。铝壳采购量较 2014 年略有下降, 采购单价有所提高, 主要是 2015 年液态产品订单减量, 固态电容器订

单增加，而固态电容器的材料相比液态电容器的单价更高所致。OEM 采购量及单价较 2014 年均有所下降，主要是 2015 年公司根据产能利用情况，将原通过 OEM 采购的较大规格部分产品收回自行生产所致。

公司前五大供应商主要为铝箔、铝壳、胶塞、导针的生产厂商，2015 年，公司从前五大供应商处采购的金额占年度采购总额的比例为 41.04%，较 2014 年略有下降，供应商集中度仍然较高，华冠电容器对少数供应商存在一定依赖。

表 4 2014~2015 年华冠电容器前五大供应商情况（单位：万元，%）

时间	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2014 年	供应商 1	506.23	12.81
	供应商 2	338.15	8.56
	供应商 3	287.47	7.28
	供应商 4	267.81	6.78
	供应商 5	245.56	6.21
合计	--	1,645.22	41.64
2015 年	供应商 1	386.21	10.38
	供应商 2	355.71	9.56
	供应商 3	326.69	8.78
	供应商 4	248.73	6.69
	供应商 5	209.25	5.63
合计	--	1,526.59	41.04

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，华冠电容器原材料供应稳定充足，能够满足生产需求，但对于少数供应商仍存在一定程度依赖。

（2）生产情况

2015 年，华冠电容器在生产规模、设备情况、生产模式以及主要产品产能方面均未发生重大变化。

产量方面，2015 年，由于电子元器件行业景气度持续低迷，华冠电容器主要产品总产量较 2014 年有所下降。具体来看，2015 年片式铝电解电容器产量为 3.38 亿只，较 2014 年减少 11.81%，主要系受市场因素影响，小壳号的产品 $\phi 4*5.4$ 和 $\phi 5*5.4$ 的市场被陶瓷电容部分替代，需求量低，产量同步受影响所致；插件铝电解电容器产量为 2.11 亿只，较 2014 年减少 16.71%，主要系受市场因素影响，公司下半年起开始逐步调整产品尺寸结构，在现有的设备基础上，通过改机调整增大大壳号产品的生产设备所致；2015 年，牛角铝电解电容器产量较 2014 年大幅下降，笔形铝电解电容器产量有所增加，均是受市场因素影响，订单量有所变化所致。固态铝电解电容器产量大幅增加，主要系固态电容器市场发展迅速并且公司固态电容器产品具有较好的市场竞争力所致。

产能利用率方面，2015 年，华冠电容器的片式和插件铝电解电容器产能利用率较 2014 年均有所回落，主要是由于行业景气度不高，市场竞争激烈，需求降低导致产量下降较快所致。牛角、笔形铝电解电容器由于仍处于起步期并且电容器行业行情低迷，产能和产能利用率都较低。固态铝电解电容器由于市场需求量大幅增长，产能利用率较 2014 年大幅提高。

表 5 近三年华冠电容器主要产品的产能及产量情况

产品名称	项目	2014 年	2015 年
片式铝电解电容器	产能（万只）	42,000.00	42,000.00
	产量（万只）	38,302.40	33,779.58
	产能利用率（%）	91.20	80.42
插件铝电解电容器	产能（万只）	30,000.00	30,000.00
	产量（万只）	25,298.86	21,072.78
	产能利用率（%）	84.33	70.24
牛角铝电解电容器	产能（万只）	120.00	120.00
	产量（万只）	60.41	33.09
	产能利用率（%）	50.34	27.58
笔形铝电解电容器	产能（万只）	120.00	120.00
	产量（万只）	30.42	42.15
	产能利用率（%）	25.35	35.13
固态铝电解电容器	产能（万只）	7,200.00	7,200.00
	产量（万只）	2,675.74	5,232.65
	产能利用率（%）	26.76	72.68

资料来源：公司提供

从生产成本情况看，2015 年公司主营业务成本构成中，原材料、直接人工、制造费用占比分别为 58.75%、19.83%、21.42%，材料成本占比较高，所占比重与上年基本持平。

总体看，2015 年，华冠电容器的主要产品仍为片式和插件铝电解电容器，但固态产品增长迅速；同时，受行业环境影响，华冠电容器各类产品产能利用率均有待提高。

（3）销售情况

2015 年，华冠电容器在产品定价方式、销售方式、销售结算方面均未发生重大变化。

2015 年，公司电子器件制造板块的产品销售金额为 7,556.15 万元，较 2014 年有所增加，销量为 60,722.00 万只，较 2014 年有所下降，主要是由于公司电容器产品结构有所调整，小规格产品减少，大规格产品增加，从而销售均价有所提高，因此虽然产品销量同比减少，但销售金额有所提高。

表 6 2014~2015 年电子器件制造板块产品销售情况

项目	2014 年	2015 年
销售金额（万元）	7,476.60	7,556.15
销量（万只）	65,640.00	60,722.00
产销率（%）	98.71	100.98
销售均价（元/只）	0.1139	0.1244

资料来源：公司提供

从公司前五大客户情况来看，2015 年公司前五大客户的销售额占年度销售总额的比例为 32.82%，较 2014 年略有提高，客户集中度一般。

表 7 2014~2015 年华冠电容器前五大客户情况（单位：万元，%）

时间	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2014 年	客户 1	627.45	8.34
	客户 2	613.66	8.16
	客户 3	392.59	5.22

	客户 4	350.59	4.66
	客户 5	335.68	4.46
合计	--	2,319.97	30.84
2015 年	客户 1	691.82	9.11
	客户 2	496.23	6.54
	客户 3	456.98	6.02
	客户 4	447.04	5.89
	客户 5	399.11	5.26
合计	--	2,491.18	32.82

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，传统电容器行业市场需求不足，华冠电容器加大片式电容器产品结构调整、新细分市场的拓展以及固态电容器产品的推广，整体销售量有所增长，产销率也有所提高。

3. 电子设备制造

公司电子设备制造业务的经营主体为华冠科技，2015 年，电子设备制造板块实现营业收入 5,972.29 万元，同比增长 201.74%，主要系华冠科技受下游行业新能源汽车、动力锂电池行业快速发展影响，产品销售规模大幅扩大所致。

(1) 采购供应

原材料采购数量方面，由于 2015 年华冠科技产品订单数量增长加大了对原材料的需求，主要原材料松下模块、松下伺服和基恩士传感器采购量均有大幅增加。

表 8 2014~2015 年华冠科技主要原材料采购情况

项 目		2014 年	2015 年
松下模块	采购量（件）	1,004.00	3,587.00
	采购均价（元/件）	1,058.00	1,063.00
松下伺服	采购量（套）	734.00	1,958.00
	采购均价（元/套）	2,558.00	3,430.00
基恩士传感器	采购量（件）	2,128.00	3,339.00
	采购均价（元/件）	644.00	602.00

资料来源：公司提供

原材料采购均价方面，松下模块采购均价略有上升，主要系模块升级改型导致均价升高所致。松下伺服采购均价为 3,430.00 元/套，较上年提高了 34.09%，主要系产品型号更改，大功率伺服采购增长所致。基恩士传感器采购均价有所下降，主要系采购型号变化不大，采购谈判降价所致。

2015 年，由于业务量的增长，华冠科技的前五大供应商采购额增长较快，但其占年度采购总额的比例为 26.05%，与上年基本持平，公司采购集中度不高。

表 9 2014~2015 年华冠科技前五大供应商情况（单位：万元，%）

时间	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2014 年	供应商 1	131.49	7.34
	供应商 2	98.89	5.52
	供应商 3	86.17	4.81
	供应商 4	78.63	4.39

	供应商 5	67.82	3.79
合计	--	463.00	25.85
2015 年	供应商 1	353.94	8.68
	供应商 2	216.89	5.32
	供应商 3	190.50	4.67
	供应商 4	151.08	3.71
	供应商 5	149.23	3.66
合计	--	1,061.64	26.05

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，华冠科技原材料供应稳定充足，综合采购成本有所下降，总体采购集中度一般。

(2) 生产情况

华冠科技主要从事电容器生产设备及锂电池生产设备制造，电容器设备制造方面，2015 年，电容器行业景气度持续低迷，并且由于电容器设备技术更新换代速度加快，公司研发人员不足，部分电容器设备技术提升进度缓慢，难以满足市场需求，造成电容器设备产量由 2014 年的 15 台减少至 8 台；华冠科技将重心放在锂电池设备的生产制造上并加大对其研发力度。华冠科技锂电池生产设备主要集中在制片及电芯卷绕环节，机型包括制片机、卷绕机，产品线短，在整条锂电池生产线的投资额中所占比例较小，占 10%~15%左右，公司产品在国内市场上有比较强的竞争力，2015 年，华冠科技成功研制并开发了新型方形卷绕机及圆柱形卷绕制片一体机，并已投放市场，锂电池设备产量由 2014 年的 88 台增加至 129 台，主要系目前华冠科技圆形卷绕机系列设备在国内锂电池有很强的市场竞争力，销售订单大幅增加使得产量相应增加。

表 10 2014~2015 年华冠科技主要产品的产量情况（单位：台）

产品名称	2014 年	2015 年
电容器设备	15	8
锂电池设备	88	129

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，华冠科技的主要产品为电容器设备和锂电池设备，由于电容器行业景气度低迷，电容器设备产量减少，华冠科技锂电池设备产量受下游需求扩张影响大幅提高。

(3) 销售情况

2015 年，华冠科技完善了《销售管理办法》，对于新签销售合同，以收到预收款、发货款之后再行投产、发货。

2015 年，电容器设备销量由 2014 年的 19 台下降为 8 台，主要系电容器设备市场持续低迷，产品销售困难所致。锂电池设备销量由 2014 年的 104 台大幅增加为 183 台，主要系目前华冠科技圆形卷绕机系列设备在国内锂电池有很强的市场竞争力，销售订单大幅增加所致。销售金额方面，由于华冠科技生产的产品属于非标产品，产品不同、产品规格不同及客户要求不同等因素会造成销售价格的差异，2015 年华冠科技销售的锂电设备主要是新研发的制片卷绕一体机和大规格方形卷绕机，电容器设备主要为销往俄罗斯的大规格座板机，较 2014 年的产品售价更高，因此销售均价与销售金额有较大幅度的增长。

表 11 2014~2015 年华冠科技产品销售情况

产品名称	项目	2014 年	2015 年
电容器设备	销售金额（万元）	359.94	356.15
	销量（台）	19.00	8.00
	产销率（%）	61.29	100.00
锂电池设备	销售金额（万元）	1,465.90	5,303.72
	销量（台）	104.00	183.00
	产销率（%）	68.66	141.86
零配件	销售金额（万元）	153.45	312.42

资料来源：公司提供

目前华冠科技产品以直销为主要形式。2015 年，前五大客户的销售额占年度销售总额的比例为 52.62%，较 2014 年的 69.84% 有所下降，华冠科技对大客户仍有一定的依赖。

表 12 2014~2015 年华冠科技前五大客户情况（单位：万元，%）

时间	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2014 年	客户 1	360.09	18.19
	客户 2	340.17	17.19
	客户 3	286.32	14.47
	客户 4	204.27	10.32
	客户 5	191.45	9.67
合计	--	1,382.30	69.84
2015 年	客户 1	1,583.93	26.12
	客户 2	837.61	13.81
	客户 3	289.74	4.78
	客户 4	249.91	4.12
	客户 5	229.91	3.79
合计	--	3,191.11	52.62

资料来源：公司提供

总体看，由于锂电池设备销售大幅增长，华冠科技 2015 年的营业收入大幅增长，经营情况较上年有较大的改善，但销售客户集中度仍然较高，对大客户存在一定的依赖。

4. 污水处理

公司污水处理业务主要由子公司珠海力合环保有限公司（以下简称“力合环保”）负责运营。2015 年，公司污水处理板块实现营业收入 5,037.76 万元，同比增长 14.69%。

力合环保现已在珠海市运行四个污水处理厂，处理规模共 13.8 万吨/日，分别是珠海市吉大水质净化厂一期（以下简称“吉大厂一期”）、珠海市吉大水质净化厂二期（以下简称“吉大厂二期”）、珠海市南区水质净化厂一期（以下简称“南区厂一期”）和珠海市南区水质净化厂二期（以下简称“南区厂二期”）。另外，力合环保在山东省东营市建设和运营一座规模为 4 万吨/日的污水处理厂东营中拓水质净化有限公司（以下简称“东营中拓”）。

表 13 截至 2015 年底力合环保污水处理厂情况 (单位: 万元, 万吨/日, %, 元/吨)

项目名称	运营方式	投资额(特 许经营费)	污水处理能力	利用率	商业运营 起始日
吉大厂一期	TOT	1,644.51	1.8	100%	2005.3.16
吉大厂二期	BOT	3,947.87	3.0	100%	2005.3.16
南区厂一期	BOT	6,220.55	5.0	100%	2007.6.1
南区厂二期	代建、委托运营	--	4.0	100%	2015.8.9
东营中拓	BOT	10,049.71	4.0	12.5%	--

资料来源: 公司提供

2015 年吉大厂一期、二期和南区厂一期的污水处理价格为 1.2125 元/吨, 2016 年 1 月起上调至 1.2525 元/吨。根据力合环保 2011 年 12 月份与市排水公司签订的《污水处理合同若干事项的补充协议》规定, 补偿协议内容包括从 2012 年 1 月 1 日起, 吉大厂一期、二期和南区厂一期实行统一污水处理费基准价 1.10 元/吨, 并以此作为基价, 以每年 3.3% 的固定涨幅进行调价, 适用期为十年 (2013 年至 2022 年), 此期间污水变动成本按 0.35 元/立方计算、污水超越水量成本价按 0.05 元/立方计算。南区厂二期于 2015 年 8 月 9 日与水务集团签订五年的委托运营服务合同, 合同约定水务集团按 0.586 元/吨的价格支付力合环保污水处理费, 跟踪期内, 由于发票抵税问题未确认南区二期正式期的运营收入, 同时南区厂二期污水处理成本暂挂存货。另外, 根据东营中拓与东营市城市管理局签订的《东营市西北北污水处理项目特许经营协议》, 2016 年东营中拓污水处理服务费 3.5 万元/日, 污水处理费单价 1.10 元/吨。

表 14 2014~2015 年力合环保污水处理业务情况

项目	2014 年	2015 年	
		本部	东营中拓
污水处理收入 (元/吨)	1.17	1.21	1.10
污水处理成本 (元/吨)	0.47	0.49	3.76
年污水处理量 (万吨)	4,212.76	4,160.63	182.5

资料来源: 公司提供

成本方面, 力合环保污水处理业务前期投入成本较高, 后期运营中按照 30 年经营期限逐步摊销。成本中电费、摊销、人工费用等占比较高, 近年来, 电费及人工成本逐年随市场行情增长。其中, 由于东营中拓项目 2015 年尚未完成环保验收从而未开始商业运营, 实际污水处理量少, 产能利用不足, 因此单位成本较高。

从结算模式来看, 力合环保通常每月 (结算前一个月污水处理费) 就 BOT 及 TOT 项目与地方政府结算账单。

总体看, 跟踪期内, 公司污水处理业务经营稳定, 为公司贡献稳定的收入及利润。未来, 随着新投产污水处理厂逐步稳定运营, 其污水处理收入规模和盈利规模有望得到进一步提升。

5. 经营关注

(1) 随着公司未来对外投资领域拓宽, 业务版块不断丰富, 项目管理、风险控制和经营管理对公司专业领域人才储备要求较高, 对现金流的需求也会更大。

(2) 跟踪期内, 电子元器件产品市场需求增长缓慢, 行业景气度持续低迷, 竞争依旧激烈, 行业情况预计近期内不会有根本改变。

(3) 电子产品技术发展迅速, 更新换代周期相对缩短, 对公司产品研发能力提出了更高要求。

(4) 国家环保标准的提高和监管力度的加大, 企业将加大在污水处理设施和技术改造升级方面的投入, 污水处理设施建设及运营成本将增加。

6. 未来发展

(1) 推动新兴业务拓展。以珠海华金投资管理有限公司、珠海华金资产管理有限公司等新设业务子公司为主要运作平台, 拓展股权投资、资产管理等新兴业务, 推动公司业务发展。

(2) 发挥和挖掘上市平台作用。利用上市公司平台, 整合内外部优势资源, 拓展融资渠道, 降低融资成本, 提高资产质量和业务发展规模。

(3) 促进实业经营提质增效。进一步健全实业事业管理模式, 加强对华冠科技、华冠电容器、力合环保等实业子公司的经营指导, 结合市场行情对公司产品进行结构调整和转型升级, 增强其在上市公司转型期的业绩支撑作用。

(4) 完善激励机制, 提升管控水平, 推动规范运作。加大高端专业人才引进力度, 建立健全市场化的现代企业激励机制; 持续深化子公司管控架构, 创新管理模式, 优化业务流程; 打造覆盖投资业务全流程的风险管控体系, 建立可操作的风险识别、评估、监测、应对、报告的制度和流程; 建立实施项目核算制, 提升财务管控的精细化水平, 完善财务管控体系建设, 进一步推动公司规范运作。

总体看, 公司未来发展战略清晰可行, 可操作性强, 但投资项目收益的不确定性也将给企业带来一定的投资风险。

六、财务分析

公司 2015 年度财务报表已经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留审计意见, 公司 2016 年一季度报表未经审计。公司财务报告遵照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。合并范围方面, 2015 年, 公司通过投资设立将珠海铎盈投资有限公司(以下简称“铎盈投资”)和珠海华金盛锦城市化投资基金(以下简称“华金盛锦”)纳入合并报表范围; 由于公司股权处置的原因不再将清华科技园纳入合并报表范围, 由于铎盈投资、华金盛锦和清华科技园资产规模和净资产规模较大, 并且合并范围的变化使得公司主营业务有所改变, 因此对财务数据可比性有一定的影响。

截至 2015 年底, 公司合并资产总额 12.24 亿元, 负债合计 4.48 亿元, 所有者权益(含少数股东权益)合计 7.76 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 6.85 亿元。2015 年公司实现营业收入 2.12 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.54 亿元, 其中归属于母公司的净利润 0.38 亿元。2015 年公司经营活动现金流量净额为 0.18 亿元, 现金及现金等价物增加额-0.88 亿元。

截至 2016 年 3 月底, 公司合并资产总额 12.99 亿元, 负债合计 5.17 亿元, 所有者权益(含少数股东权益)合计 7.82 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 6.87 亿元。2016 年 1~3 月公司实现营业收入 0.55 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.10 亿元, 其中归属于母公司的净利润 0.06 亿元。2016 年 1~3 月经营活动现金流量净额为 0.18 亿元, 现金及现金等价物增加额 0.31 亿元。

1. 资产质量

截至 2015 年底, 公司资产合计 12.24 亿元, 较年初增长 10.94%, 主要系非流动资产增加所致, 其中流动资产占比 25.80%, 非流动资产占比 74.20%。流动资产占比较上年末大幅下降, 公司资产构成较上年有一定变化。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 3.16 亿元，较年初减少 26.88%，主要系货币资金和交易性金融资产大幅减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 42.38%）、应收账款（占比 20.67%）和存货（占比 23.85%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金合计 1.34 亿元，较年初减少 48.79%，主要系清华科技园不再纳入合并范围，货币资金相应减少所致。公司货币资金以银行存款为主，占比 99.42%，受限货币资金 52 万元，占比 0.39%，全部为公司保函保证金。

截至 2015 年底，公司应收账款合计 0.65 亿元，较年初增长 12.55%，主要系华冠科技应收货款增加所致。截至 2015 年底，公司按账龄法计提坏账准备的应收账款为 0.68 亿元，其中账龄 1 年以内的占比 81.88%，1~2 年的占比 4.79%，其余账龄为 2 年以上；公司应收账款共计计提坏账准备 0.12 亿元，占应收账款余额的 14.99%，计提比例较高，计提较为充分。公司前五大应收账款客户占应收账款总额的 28.54%，集中度一般。

截至 2015 年底，公司存货合计 0.75 亿元，较年初增长 14.20%，主要系华冠科技 2015 年销售订单数量和金额都有所增加，因此发出商品金额（主要为锂电池设备）增加所致。公司存货主要由库存商品（占比 19.96%）、原材料（占比 28.91%）、在产品（占比 24.15%）和发出商品（占比 26.70%）构成。公司共计提存货跌价准备 0.12 亿元，计提比例为 13.58%，计提比例较高。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 9.08 亿元，较年初增长 35.26%，主要系长期股权投资和其他非流动资产大幅增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 12.21%）、长期股权投资（占比 26.33%）、无形资产（占比 19.13%）和其他非流动资产（占比 27.53%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产合计 1.11 亿元，较年初增长 2.71%，可供出售金融资产的变动主要系来自两方面的综合影响所致：一方面，由于公司失去对清华科技园的控制权，清华科技园持有的数码视讯、拓邦股份股票不再纳入合并范围导致可供出售金融资产有所减少；另一方面，本次公司新增投资珠海富海铎创信息技术创业投资基金（有限合伙）和和力辰光国际文化传媒（北京）有限公司等按成本计量的权益工具导致可供金融资产有所增加。

截至 2015 年底，公司长期股权投资账面价值合计 2.39 亿元，较年初增长 152.72%，主要系公司失去对清华科技园的控制权，对其股权改为权益法核算的长期股权投资所致。

截至 2015 年底，公司无形资产账面价值合计 1.74 亿元，较年初增长 32.03%，主要系东营中拓的污水处理工程结转为无形资产所致；公司无形资产主要由土地使用权（占比 3.34%）和特许经营权（占比 96.33%）构成。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产合计 2.50 亿元，较年初增长 251 倍，主要系子公司华金盛锦新增 2.50 亿的资管计划所致。2015 年 12 月，华金盛锦与中融国际信托有限公司签订的资金信托合同，信托资金金额为 2.5 亿元，预计存续期为 2 年，预计年化收益率为 10%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产合计 12.99 亿元，较年初增长 6.14%，资产构成较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模较上年有所增长，由于合并范围变化的影响，公司流动资产大幅减少，资产结构中非流动资产占比进一步加大。公司非流动资产中金融资产投资较多，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 4.48 亿元，较年初增长 90.39%，主要系流动负债大幅增加所致。其中流动负债占比 88.14%，非流动负债占比 11.86%，公司负债结构与年初相比，流动负债的占比提高了 16.89 个百分点。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 3.95 亿元，较年初增长 135.51%，主要系短期借款和预收账款大幅增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 69.43%）和应付账款（占比 13.11%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款合计 2.74 亿元，较年初增长 508.89%，主要系公司新增 2.5 亿元的委托贷款所致，该委托贷款固定年利率为 6.6%，贷款期限为 12 个月；短期借款中，信用借款占比 91.24%，抵押借款占比 8.76%。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 0.52 亿元，较年初减少 9.94%，主要系子公司华冠科技、华冠电容器支付供应商货款导致应付款减少较多所致。公司应付账款由应付材料款（占比 43.23%）、应付工程款（占比 55.15%）和应付设备款（占比 1.62%）构成。其中，账龄超过一年的重要应付账款为应付北京城建北方建设有限责任公司的 805.92 万元款项，系东营土建工程按进度付款余额。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 0.53 亿元，较年初减少 21.44%，主要系递延所得税负债大幅减少所致；主要由长期借款（占比 89.02%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款合计 0.47 亿元，较年初减少 6.31%，主要系子公司北京中拓百川归还银行贷款所致。公司长期借款系子公司东营中拓从建设银行东营支行处取得的质押借款，质押物为东营中拓对东营市西城城北污水处理服务费收费权。

截至 2015 年底，公司全部债务合计 3.25 亿元，较年初增长 232.59%，主要系短期债务大幅增长所致。其中，短期债务占比由年初的 47.34% 提高至 85.15%，长期债务占比由年初的 52.66% 下降至 14.85%，债务结构较年初有较大改变，存在一定的短期偿付压力。截至 2015 年底，公司资产负债率由年初的 21.32% 上升至 36.59%，长期债务资本化比率由年初的 5.60% 上升至 5.86%，全部债务资本化比率由年初的 10.12% 上升至 29.51%，公司整体债务负担较上年有所加重。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 5.17 亿元，较年初增长 15.38%，主要系流动负债中短期借款增加所致。其中，流动负债占比 89.73%，非流动负债占比 10.27%，负债结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所扩大，以流动负债为主；债务负担一般，但债务结构有待调整。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 7.76 亿元，较年初减少 10.59%，主要系少数股东权益减少所致。其中，归属于母公司所有者权益为 6.85 亿元，占比 88.27%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 50.32%，资本公积占比 3.70%，盈余公积占比 6.11%，未分配利润占比 38.12%，公司所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 7.82 亿元，较年初增加 0.81%，其中归属于母公司的所有者权益为 6.87 亿元，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益有所减少，但归属于母公司的所有者权益变化不大；权益结构稳定性尚可。

3. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 2.12 亿元，同比增长 22.90%，主要系公司电子设备制造板块收入

大幅增长所致；实现营业利润 0.66 亿元，同比减少 3.63%，主要系营业成本、管理费用增加所致；实现净利润 0.54 亿元，归属于母公司所有者净利润 0.38 亿元，同比增长 19.75%，主要系营业外收入大幅增加所致。

从期间费用上看，2015 年，公司期间费用合计 0.68 亿元，同比增长 21.29%。其中，销售费用为 667.54 万元，同比增长 16.65%，主要系运输费和差旅费增加所致；管理费用为 5,954.08 万元，同比增长 19.89%，主要系管理人员薪酬增加所致；财务费用为 137.52 万元，同比增长 304.78%，主要系公司新增 2.5 亿元委托贷款，导致利息支出大幅增长所致。2015 年，公司费用收入比为 31.84%，较上年下降 0.42 个百分点，期间费用对其利润侵蚀明显。

2015 年，公司投资收益合计 0.66 亿元，同比减少 8.22%，主要由处置长期股权投资产生的投资收益和处置可供出售金融资产取得的投资收益构成。2014~2015 年，投资收益占公司营业利润的比例分别为 104.16%和 99.19%，投资收益对营业利润的影响很大，但持续性一般。

2015 年，公司营业外收入为 668.94 万元，同比增长 235.79%，主要系政府补助大幅增加所致，营业外收入占利润总额的比重为 9.18%，对利润总额的影响较小。

从盈利指标来看，2015 年，公司总资本收益率由上年的 5.02%提高至 5.94%，总资产报酬率由上年的 6.67%提高至 6.87%，净资产收益率由上年的 5.26%提高至 6.62%，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出的增速大于公司总资本、总资产和净资产的增速，公司整理盈利能力有待提高。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.55 亿元，较上年同期增长 46.42%，主要系华冠科技所处行业市场环境好转且华冠科技加强研发与销售，订单增加所致；实现净利润 0.10 亿元，较上年同期减少 25.57%，主要系本年清华科技园不再纳入合并范围所致，其中归属于母公司所有者的净利润为 634.96 万元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入所增长，投资收益对营业利润贡献较大，但持续性一般；期间费用对利润侵蚀作用明显，整体盈利能力一般。

4. 现金流

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动现金流入 2.23 亿元，较上年增长 4.36%，主要系子公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；公司经营活动现金流出 2.04 亿元，较上年增长 10.35%，主要系新设立的投资公司新增员工较多造成支付给职工及为职工支付的现金大幅增加，以及由于营业收入增加导致支付的各项税费同步增加所致；受上述原因影响，公司经营活动现金流量净额为 0.18 亿元，较上年减少 34.74%。2015 年，公司现金收入比为 93.49%，较上年下降了 7.90 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动现金流入 1.17 亿元，较上年减少 64.24%，主要系 2014 年有短期理财产品到期赎回，而 2015 年无此项投资活动现金流入所致；公司投资活动现金流出 4.33 亿元，较上年增长 88.97%，主要系公司投资新设基金公司所致。受上述因素影响，2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.16 亿元，由上年的净流入 0.97 亿元变为净流出状态。

从筹资活动来看，2015 年，公司筹资活动现金流入 2.95 亿元，较上年增长 298.58%，主要系新增委托贷款 2.5 亿元所致；公司筹资活动现金流出 0.85 亿元，较上年减少 13.50%，主要系分配股利、支付利息的支出以及短期借款保证金的大幅减少所致；受上述原因影响，公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.10 亿元，由上年的净流出 0.25 亿元变为净流入状态。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 0.18 亿元，投资活动现金流量净额-0.35 亿元，筹资活动现金流量净额 0.47 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量不能满足其投资活动现金需求，对外部筹资有一定的依赖性；收入实现质量尚可。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.80 倍和 0.61 倍，较年初的 2.58 倍和 2.18 倍均有大幅度下降，主要系公司流动资产大幅减少、流动负债大幅增加所致。截至 2015 年底，公司现金短期债务比由上年的 6.32 倍下降至 0.56 倍，主要系公司货币资金大幅减少、短期借款大幅增加所致，公司现金类资产对短比长期债务的覆盖程度大幅下降。公司经营现金流动负债比由上年的 16.90% 下降至 4.68%。整体看，公司短期偿债指标均大幅下降，短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 1.04 亿元，较上年增长 8.54%，主要系摊销以及财务费用的利息支出增加较多所致。公司 EBITDA 由利润总额（占比 70.09%）、计入财务费用的利息支出（占比 6.73%）、折旧（占比 11.38%）和摊销（占比 11.80%）构成；EBITDA 全部债务比由上年的 0.98 倍下降至 0.32 倍，主要系新增 2.5 亿委托贷款导致全部债务大幅增加所致；EBITDA 利息倍数由上年的 15.29 倍下降至 14.87 倍，主要系利息支出有所增加所致，EBITDA 对利息支出的保障程度较好。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司无重大影响的诉讼及仲裁等事项。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1044040200126840U），截至 2016 年 5 月 19 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2016 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度合计 2.50 亿元，已使用的授信额度 1.12 亿元；集团财务公司授信 1.5 亿元，已使用的授信额度 0.6 亿元。公司间接融资渠道一般。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力仍属较强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（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）为 1.95 亿元，为“16 力合债”债券本金（3 亿元）的 0.65 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度尚可；净资产为 7.76 亿元，为债券本金（3 亿元）的 2.59 倍，净资产对债券本金的覆盖程度高。公司现金类资产和净资产对“16 力合债”的保障作用较好。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 1.04 亿元，为债券本金（3 亿元）的 0.35 倍，公司 EBITDA 对“16 力合债”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 2.23 亿元，为债券本金（3 亿元）的 0.74 倍；2015 年经营活动产生的现金净流入 0.18 亿元，为债券本金（3 亿元）的 0.06 倍。公司经营活动现金流入量和净流量对“16 力合债”的覆盖程度较低。

综合以上分析，并考虑到公司是珠海市国资委旗下的上市公司，能够得到股东和珠海市国资委较大力度的支持，并且公司目前大力拓展投资领域，未来有望在创投领域获得较为丰厚的投资收益，公司对本次债券的偿还能力较强。

八、担保人信用分析

1. 华发集团概况

珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）成立于1985年5月，现直接隶属于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”），为国有资产授权经营单位。注册资本为人民币10亿元。华发集团是珠海市首批两家总部企业之一，不仅是珠海市重要的国有资产和城市基础设施运营主体，还肩负着珠海十字门中央商务区的总体规划、城市运营和基础设施建设、招商引资以及珠海市保障性住房建设等重要工作。华发集团目前初步形成了“4+1”的整体业务布局，以城市运营、房地产开发业务为两大核心支撑业务和以金融产业、产业投资为两大核心突破业务；以商业贸易、文教创意、现代服务等作为核心业务的延伸和配套的多元化发展格局。

截至2015年底，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11个职能部门，拥有（合并口径）109家子公司（其中2家为上市公司）。

截至2015年底，华发集团合并资产总额1,575.05亿元，负债合计1,198.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）376.82亿元，其中归属于母公司所有者权益187.95亿元。2015年度，华发集团实现营业收入211.03亿元，净利润（含少数股东损益）8.19亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.13亿元；经营活动产生的现金流量净额10.44亿元，现金及现金等价物净增加额38.51亿元。

截至2016年3月底，华发集团合并资产总额1,755.67亿元，负债合计1,367.49万元，所有者权益（含少数股东权益）388.18亿元，其中归属于母公司所有者权益195.47亿元。2016年1~3月，华发集团实现合并营业收入40.21亿元，净利润（含少数股东损益）1.48亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-33.77亿元，现金及现金等价物净增加额90.22亿元。

2. 经营分析

随着经营规模的不断扩大和业务板块的增加，跟踪期内，华发集团原有重点业务板块城市运营、金融投资和房地产开发业务持续发展，并初步形成对新核心业务板块——产业投资板块的布局；综合配套板块包括商业贸易、文教创意和现代服务业务。

表15 2014~2015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		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	68.40	40.44	35.93	78.37	38.03	30.31
土地一级开发	31.43	18.58	53.53	39.04	18.94	48.99
大宗商品批发	58.18	34.39	1.38	71.73	34.80	0.97
其他	11.14	6.59	42.69	16.96	8.23	51.81
合计	169.15	100.00	27.76	206.10	100.00	25.41

资料来源：华发集团提供

2015年，华发集团实现主营业务收入206.10亿元，同比增长21.85%，主要系房地产开发和大宗商品批发业务增长所致。2015年，华发集团主要收入板块业务发展良好，房地产开发、土地一级开发和大宗商品批发板块分别实现收入78.37亿元、39.04亿元和71.73亿元，同比分别增长14.58%、24.22%和23.29%，占主营业务收入的比重分别为38.03%、18.94%和34.80%。华发集团其他主营业

务收入包括利息净收入、手续费及佣金收入、物业服务和汽车销售收入等，各单项收入规模较小。

从毛利率看，2015年华发集团房地产开发业务毛利率30.31%，较2014年有所下降，主要系个别结算项目售价较低所致；2015年土地一级开发业务毛利率为48.99%，较上年有所下降，主要系出让地块地理位置不同、价格及成本结构不同所致；2015年大宗商品批发业务毛利率为0.97%，较2014年变化不大，毛利率水平较低主要系华发集团控制贸易风险，调低盈利预期所致；其他主营业务毛利率有所上升主要系毛利率水平较高的金融业务收入占比上升所致；综合以上因素，2015年华发集团主营业务毛利率为25.41%，较上年有所下降。

(1) 房地产开发

目前，华发集团的房产开发业务主要由其下属的珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”）负责运营，截至2015年底，华发集团对其持股27.24%（直接持有24.35%，通过下属子公司持有2.89%）。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。华发股份于2004年2月在上海证券交易所上市。

截至2015年底，华发股份总资产916.36亿元，所有者权益189.70亿元；2015年，华发股份实现营业收入83.42亿元（其中房地产业务收入78.27亿元），归属于母公司所有者的净利润7.08亿元。从房地产开发建设情况看，近年来华发股份转变经营策略，主要向一线及部分二线城市发展。

跟踪期内，受房地产市场调控影响较小，新开工建设项目逐年增加，2015年，华发股份新开工面积为219.72万平方米，较2014年增长47.09%；竣工面积为106.05万平方米，较2014年增长54.41%；在建面积为451.53万平方米，较2014年增长57.88%。截至2015年底，华发股份在开发项目总建筑面积710.15万平方米，其中一线城市（广州、上海）占比11.19%，二线城市占比69.37%，三线城市占比19.44%。2016~2018年华发股份预计房地产开发投资883.62亿元，在建和待建建筑面积大，一方面为未来销售提供支撑，另一方面带来较大资金压力。

表 16 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
新开工面积	149.38	219.72
竣工面积	68.68	106.05
期末在建面积	286.00	451.53
合同销售面积	84.07	79.77
合同销售金额	80.35	133.00
合同销售均价	0.96	1.67

资料来源：华发集团提供

销售方面，2015年华发股份实现签约销售面积为79.77万平方米，较2014年减少5.11%；实现签约销售金额为133亿元，较2014年增长65.53%。从销售价格上看，华发股份项目定位高端，销售均价较高，2015年销售均价大幅增长至1.67万元/平方米，销售区域上仍以珠海市为主，同时还有中山、广州及沈阳等地的项目。

土地储备方面，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，部分高价地块采取共同出资的形式取得，在一定程度上降低了华发股份购地资金支出的压力和风险。区域拓展上，华发股份首先扎根珠海，确保珠海的龙头地位；加大对上海、广州、武汉等地的投资布局，努力开拓其他一线及二线重点城市的市场；采取聚焦战略，围绕上海、北京、深圳、广州、武汉、南京、杭州、厦门等核心城市形成区域布局；项目拓展以核心城市、核心地段的城区盘为主。截至2015年末，华发股份土地储备建筑面积约836.03万平方米，2015年购地45.97万平

方米，购地支出 173.07 亿元，较上年有所增长，主要系华发股份购地策略改变，主要向一线和二线城市发展，所购地块位置较好，购地成本较高。截至 2015 年底，华发股份共拥有 23 个未售项目的土地储备，一线城市的项目数量有所增加，其中 2 个项目位于广州和上海，华发股份所持土地总体地理位置较佳，升值空间较大。

总体看，跟踪期内，华发集团房地产板块营业收入大幅增长，土地储备充足，整体发展较好。但由于房地产新开工面积持续扩大，给华发集团带来较大的资金压力。

（2）城市综合服务

华发集团的城市综合服务业务主要由珠海华发综合发展有限公司（以下简称“综合发展公司”）负责运营，截至 2015 年底，综合发展公司合并资产总额为 526.81 亿元，所有者权益为 227.35 亿元；2015 年，综合发展公司实现营业收入 102.70 亿元，实现利润总额 9.54 亿元。综合发展公司下设三大业务板块，分别为子公司珠海华发现代服务投资控股有限公司（以下简称“现代服务公司”）从事的物业服务等现代服务业务，子公司珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发投资控股”）从事的十字门中央商务区开发和保障房建设等城市运营业务，以及子公司珠海华发商贸控股有限公司（以下简称“华发商贸”）从事的汽车销售和大宗商品批发等商贸物流业务。

综合发展公司物业服务业务由现代服务公司（2014 年 3 月 13 日更名，原称“珠海十字门商用物业建设有限公司”）的子公司珠海华发物业管理服务有限公司（以下简称“华发物业”）负责。目前华发物业进行物业管理的物业包括公司及下属子公司持有的商业和住宅物业，以及对外承接管理的物业；截至 2015 年底，华发物业进行物业服务的物业面积达 1,959.05 万平方米。近年，华发集团物业管理收入持续增长，2015 年实现收入 2.44 亿元，同比增长 13.92%。

综合发展公司城市运营业务由子公司华发投资控股（2014 年 2 月 27 日更名，原称“珠海华发投资控股有限公司”）负责，具体业务包括十字门中央商务区项目、保障房项目、金湾航空城、保税区、高新区北围等土地一级开发和基础设施建设项目。

十字门中央商务区的开发建设主要由华发投资控股的子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司（以下简称“十字门公司”）负责。十字门公司于 2009 年 7 月取得了十字门中央商务区内的土地一级开发资质，负责十字门中央商务区 5.77 平方公里的土地一级开发和市政基础设施建设及运营。截至 2015 年末，十字门公司总资产 325.76 亿元，所有者权益 158.78 亿元。

十字门中央商务区项目总投资约 300 亿元，开发区域包括湾仔片区和横琴片区，主要建设内容有土地一级开发、市政基础设施及重点建设项目。开发资金是珠海市政府以增资十字门公司及下属公司的方式提供前期启动资金，后续资金主要通过十字门中央商务区土地一级开发完成后的分成收益来平衡。

市政基础设施包括横琴片区及湾仔片区两部分，截至 2016 年 4 月底，十字门中央商务区横琴片区和湾仔片区土地青苗补偿已完成。重点建设项目包括会展商务组团一期、横琴国际金融中心大厦及横琴金融产业服务基地。

华发投资控股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，业务模式为华发投资控股与当地政府和当地企业签署合作协议，由华发投资控股成立专门的项目子公司参与上述区域的开发建设，土地出让后优先偿还开发成本，华发投资控股获得约定比例的分成收益。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，项目总投资为 35.00 亿元，2015 年，金湾航空新城土地一级开发实现营业收入 15.72 亿元；保税区二期土地一级开发项目已于 2014 年下半年开工，截至 2015 年末，该项目还未产生收益。

另外，十字门公司的全资子公司珠海华发华宏开发建设有限公司与横琴新区管委会合作开发建设的横琴创意谷项目是中小企业创新创业基地，并通过企业公馆、SOHO 办公、商务公寓的建设，为基地提供商务与配套需求。项目总投资 10 亿元，主要由十字门公司筹集，项目收入包括各功能区的租金及横琴新区提供的补偿金。

截至 2016 年 3 月底，华发集团非十字门商务区在建城市运营项目总投资 221.84 亿元，已投资 44.29 亿元，未来华发集团将面临一定的资金支出压力。

总体看，华发集团城市运营板块项目储备充足，未来投资规模大，资金平衡依赖的土地分成收入和房地产收入受经济环境和政策影响存在一定不确定性，公司存在较大资金支出压力

（3）商贸物流

华发集团的商贸物流业务板块由子公司华发商贸及其下属公司负责，具体业务包括大宗商品批发业务和汽车销售业务。

大宗商品批发

华发集团大宗商品批发业务主要由华发商贸本部负责，2011 年起，华发商贸陆续设立了华港建设、华发绿化、砂石土公司和混凝土公司等子公司。华发集团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，2015 年，华发集团主要采购的商品为燃料油、煤炭、化工产品 & 钢材，采购量分别为 57.10 万吨、14.57 万吨、7.94 万吨和 9.03 万吨，2015 年华发商贸采购产品的种类与数量较 2014 年变化较大；采购价格方面，受宏观经济影响，2015 年华发商贸采购的钢材、燃料油及进口铁矿砂产品采购价格较 2014 年均有所下滑。2015 年，华发集团大宗商品批发业务收入 71.73 亿元，业务毛利率 0.97%，2015 年收入主要来自燃料油贸易和化工产品贸易，但此业务毛利率较低，造成华发集团大宗商品贸易板块毛利率下降。

总体看，华发集团大宗商品贸易规模较大，增长较快，但毛利率水平相对较低，对华发集团整体盈利贡献较小。

汽车销售

珠海华发汽车销售有限公司合计拥有 3 家店面，其中本部店面销售进口汽车，2 家分公司珠海市华发上众汽车有限公司和珠海市华发锐达汽车有限公司分别经营上海大众和斯柯达品牌两个品牌的汽车销售和维修。2015 年，华发集团汽车实现销售收入 2.26 亿元，占华发集团主营业务收入的 1.10%，较 2014 年下降 20.58%，汽车销售量主要受汽车行业市场化程度较高、竞争加剧影响有所下滑。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，跟踪期内，华发集团汽车销售板块受汽车行业竞争加剧影响收入有所下滑，收入占比较小。

（4）金融和产业投资

华发集团目前的金融投资业务主要由珠海金融投资集团控股有限公司（以下简称“珠海金控”）负责，截至 2015 年底，珠海金控总资产 216.62 亿元，所有者权益 54.56 亿元；2015 全年实现营业收入 4.39 亿元，净利润 2.79 亿元。珠海金控下属子公司包括华金证券有限公司（原航天证券有限责任公司，以下简称“华金证券”）、华金期货有限公司、珠海华金融资担保有限公司和珠海产权交易中心有限责任公司等，业务范围涵盖证券、基金、交易平台、期货、资产管理、小额贷款、融资担保、保理公司等。另外，公司还参股了珠海华润银行股份有限公司、珠海农村商业银行及横琴华通金融租赁有限公司等，正在筹划设立人寿保险公司（牌照申请已获得保监会批复）。公司已基本实现金融产业全牌照布局（除信托牌照外），实现对北京、上海、深圳、香港、天津等核心金融城

市的覆盖。华金证券是公司金融业务收入和利润的主要来源，业务主要包括证券经纪、资产管理、投资银行、证券投资和融资类业务。2015年，华金证券母公司实现主营业务净收入3.67亿元，同比增长273.08%。

华发集团产业投资业务经营主体主要为珠海金控及其下属子公司珠海铎创等，以通过设立股权基金获得投资收益为主要盈利模式，产业投资开展时间较短，但是华发集团未来战略布局的核心板块之一。

总体看，跟踪期内，华发集团金融业务和产业投资发展迅速，业务较为全面，是华发集团未来着重发展的板块之一。

3. 财务分析

华发集团提供的2015年财务报表已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审计意见；2016年一季度财务报表未经审计。2015年华发集团新增纳入合并范围的控股子公司（不包括华发股份新增子公司）19家，其中15家为新设公司，4家为收购获得。华发集团合并报表范围的变动较大，因此财务分析部分中的2014年数据采用2015年的期初数或上年数。

截至2015年底，华发集团合并资产总额1,575.05亿元，负债合计1,198.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）376.82亿元，其中归属于母公司所有者权益187.95亿元。2015年度，华发集团实现营业收入211.03亿元，净利润（含少数股东损益）8.19亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.13亿元；经营活动产生的现金流量净额10.44亿元，现金及现金等价物净增加额38.51亿元。

截至2016年3月底，华发集团合并资产总额1,755.67亿元，负债合计1,367.49万元，所有者权益（含少数股东权益）388.18亿元，其中归属于母公司所有者权益195.47亿元。2016年1~3月，华发集团实现合并营业收入40.21亿元，净利润（含少数股东损益）1.48亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-33.77亿元，现金及现金等价物净增加额90.22亿元。

资产质量

近年来，随着投资力度的加大，华发集团资产总额实现快速增长，截至2015年底，华发集团（合并）资产总额1,575.05亿元，较年初增长28.37%；流动资产和非流动资产占比分别为81.25%和18.75%。

截至2015年底，华发集团流动资产合计1,279.66亿元，较年初增长25.94%，主要系货币资金、存放同业及其他金融机构款项、存货和其他流动资产的增加所致。华发集团流动资产主要由货币资金（占比8.43%）和存货（占比74.06%）构成。

截至2015年底，华发集团货币资金为107.85亿元，较年初增长26.22%，主要系预收楼款及借款增加所致。其中受限货币资金为19.67亿元，主要是借款及应付票据保证金和存放中央银行法定存款准备金。

截至2015年底，华发集团存货为947.68亿元，主要是开发成本和开发产品及出租开发产品。2015年，华发集团存货大幅增长32.70%，主要来自购置土地和开发投入带来的开发成本的增加；其中开发成本为893.66亿元，较上年底增加较多的项目为：上海闸北项目、珠海十字门国际花园项目、广州广钢项目和十字门土地一级开发等。

截至2015年底，华发集团非流动资产合计295.39亿元，较年初增长40.07%，主要系华发集团持有至到期投资、投资性房地产的增加所致，主要由持有至到期投资（占比23.57%）、长期股权投资（占比28.50%）、投资性房地产（占比29.49%）和固定资产（占比9.96%）构成。

截至 2015 年底，华发集团持有至到期投资为 69.61 亿元，较年初减少 19.42%；主要是华发集团持有的专项资金管理计划和信托计划，部分为开发项目发行融资工具的劣后部分，部分为投资工具以赚取利息。

截至 2015 年底，华发集团长期股权投资为 84.19 亿元，较年初增长 197.55%，主要系新增对上海华泓钜盛房地产开发有限公司和珠海华润银行股份有限公司的投资所致。

截至 2015 年底，华发集团投资性房地产为 87.10 亿元，较年初增长 78.44%，主要系十字门公司开发的酒店达到使用状态并对外出租，从开发成本转入所致。从计量方式看，按成本法计量的投资性房地产为 63.59 亿元，按公允价值计量的为 23.51 亿元；其中，按公允价值计量的投资性房地产主要位于珠海市的核⼼区域，其成本为 23.25 亿元，公允价值变动为 0.26 亿元，增值率很小。

截至 2015 年底，华发集团固定资产为 29.43 亿元，较年初增长 50.96%，主要系人才公馆保障房项目完工后转入固定资产核算所致，该项目由珠海市政府授权公司融资建设、营运和管理，建成后产权归公司长期持有。华发集团固定资产由房屋及建筑物（占比 82.95%）、运输设备（占比 5.49%）和电子设备及其他（占比 11.56%）构成。

截至 2016 年 3 月底，华发集团合并资产总额 1,755.67 亿元，较年初增长 11.47%，资产结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，华发集团资产规模继续扩大，流动资产占比高，流动资产中存货占比大，符合其房地产开发及土地一级开发为主业的特征，整体资产质量一般。

负债

截至 2015 年底，华发集团负债合计 1,198.23 亿元，较年初增长 29.21%，主要系非流动负债大幅增加所致；其中流动负债占 47.85%，非流动负债占 52.15%。

截至 2015 年底，华发集团流动负债合计 573.37 亿元，较年初增长 7.10%。华发集团流动负债主要由短期借款（占比 29.06%）、应付账款（占比 17.45%）、预收款项（占比 14.83%）、其他应付款（占比 9.30%）和一年内到期的非流动负债（占比 20.28%）构成。

截至 2015 年底，华发集团短期借款为 166.61 亿元，较年初增长 41.29%，主要系子公司华发股份流动资金借款增加所致。华发集团短期借款主要由抵押贷款（占比 20.29%）、保证借款（占比 38.00%）、信用借款（占比 24.25%）和质押借款（占比 9.92%）构成。

截至 2015 年底，华发集团应付账款为 100.07 亿元，较年初增长 20.36%，主要系应付工程款增加所致。其中，账龄在 1 年以内的占比 65.02%，账龄在 1 年以上的占比 34.98%。

截至 2015 年底，华发集团预收款项为 85.02 亿元，较年初增长 63.66%，主要系珠海华发水岸二期、横琴华发首府花园一期等楼盘的预收款项增加所致。其中，账龄在 1 年以内的占比 91.89%，1 年以上的占比 8.11%。华发集团预收款项主要为华发股份预收房款，不会带来华发集团实际的短期偿付压力。

截至 2015 年底，华发集团其他应付款为 53.33 亿元，较年初减少 20.07%，主要系土地增值税准备金和合作地块借款减少所致。

截至 2015 年底，华发集团一年内到期的非流动负债为 116.30 亿元，较年初减少 34.92%，主要系一年内到期的长期借款到期归还所致。主要由抵押借款（占比 89.08%）和信用借款（占比 8.34%）构成。

截至 2015 年底，华发集团非流动负债合计 624.86 亿元，较年初增长 59.41%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致；主要为长期借款（占比 73.96%）和应付债券（占比 23.28%）。

截至 2015 年底，华发集团长期借款为 462.16 亿元，较年初增长 54.74%，主要系华发集团业务

规模扩张，资金需求增长所致。长期借款为抵押借款、质押保证借款以及部分信用贷款，抵押及质押物主要为华发集团下属十字门中央商务区的地块以及个别项目收益。

截至 2015 年底，华发集团应付债券为 145.44 亿元，较年初新增 56.32 亿元，主要系子公司综合发展公司发行的 8 亿元“15 珠海华发 MTN001”、7 亿元“15 珠海华发 MTN002”、3 亿元“15 珠海华发 SCP001”、30 亿元公司债券“15 华发 01”和在香港发行的 15 亿元人民币债券。其中“15 珠海华发 SCP001”已计入短期债务核算。

截至 2015 年底，华发集团全部债务为 937.05 亿元，较年初增长 33.07%，其中短期债务²占比 33.09%，长期债务³占比 66.91%，华发集团债务以长期债务为主；2015 年底，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 76.08%、71.32%和 62.46%，较年初分别上升 0.49 个百分点、1.17 个百分点和 6.05 个百分点，债务负担有所加重。

截至 2015 年底，华发集团所有者权益中有 28 亿元的永续债，将永续债计入长期债务核算之后，华发集团全部债务合计 965.05 亿元，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别 73.45%和 65.25%，较年初分别上升 3.30 个百分点和 8.84 个百分点，永续债对华发集团的债务负担和债务结构的影响不大。

截至 2016 年 3 月底，华发集团负债合计 1,367.49 亿元，较年初增长 14.13%，负债结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，华发集团负债总额有所增长，债务负担较重，但债务结构较合理。

所有者权益

截至 2015 年底，华发集团所有者权益合计 376.82 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 187.95 亿元，较年初增长 22.16%，主要系受永续债发行和子公司少数股东权益增长等因素影响。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 5.32%、其他权益工具占比 14.90%、资本公积占比 62.38%、未分配利润占比 9.68%。华发集团 2015 年底新增其他权益工具科目，系综合发展公司发行的永续中期票据，截至 2015 年底为 28.00 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。

截至 2016 年 3 月底，华发集团所有者权益合计 388.18 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 195.47 亿元，较年初增长 3.01%，所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，华发集团所有者权益有所增长，权益结构稳定性尚可。

盈利能力

2015 年，华发集团实现营业收入 211.03 亿元，同比增长 22.38%，主要系房地产开发业务和大宗商品批发业务的收入增长所致。2015 年，华发集团营业利润为 15.15 亿元，同比增长 9.95%；营业外收入、支出对于华发集团盈利状况影响很小，2015 年华发集团净利润为 8.19 亿元，其中归属于母公司的净利润为 4.13 亿元，同比增长 41.52%。

2015 年，受财务费用和管理费用大幅增加的影响，华发集团期间费用由 2014 年的 24.39 亿元增长至 37.16 亿元，占营业收入的比重上升至 17.61%，华发集团期间费用对其利润侵蚀明显。2015 年，投资收益较上年大幅增加至 11.62 亿元，主要为投资信托收益 9.34 亿元，对华发集团利润贡献较大。

从盈利指标看，2015 年华发集团总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 2.57%、2.64%、2.42%，较 2014 年均有所下降，华发集团盈利指标仍偏弱，盈利能力有待提高。

2016 年 1~3 月，华发集团营业总收入为 40.21 亿元，净利润为 1.48 亿元。

综合来看，跟踪期内，华发集团盈利能力受毛利率较低的大宗贸易收入增加和期间费用较高影

² 存放同业及其他金融机构款项、买入返售金融资产已计入短期债务核算。

³ 华发集团 2015 年长期应付款为华发物业资产支持证券，已计入长期债务核算。

响，仍然处于较低水平，金融业务带来的投资收益对华发集团利润形成了良好补充；未来随着华发集团业务板块的逐步调整，金融业务的开展和珠海市各区一级土地开发业务的逐步推进，华发集团未来的盈利能力有望提升。

现金流

经营活动方面，随着 2015 年华发集团业务板块的多元化和业务规模的扩大，华发集团经营活动现金流大幅增长。2015 年，华发集团经营活动现金流入 259.89 亿元，同比增长 26.34%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 226.62 亿元，同比增长 27.50%。2015 年，华发集团经营活动现金流出 249.45 亿元，同比增长 21.36%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。受上述因素影响，2015 年华发集团经营活动现金流净额为 10.44 亿元，较 2014 年的 0.16 亿元有大幅增长。华发集团 2015 年的现金收入比为 107.39%，收入实现质量有所提高。华发集团拿地支出计入投资活动现金流出，土地投资方面对经营活动现金流影响较小。

投资活动方面，随金融业务规模扩大，2015 年，华发集团投资活动现金流入 95.32 亿元，同比增长 232.15%，主要为收回投资以及取得投资收益收到的现金。2015 年，华发集团投资活动现金流出 313.04 亿元，同比减少 9.28%，其中，购建固定资产、无形资产等支付的资金 151.53 亿元，同比下降 18.74%，主要系土地开发投入减少所致；投资支付的现金 161.51 亿元，同比增长 1.93%，主要为部分信托产品、资产管理计划，以及珠海金控对企业的投资。受上述因素影响，2015 年投资活动现金流净额为-217.72 亿元，净流出较上年有大幅收窄。跟踪期内，华发集团的经营规模继续扩张，项目的数量和规模都有所上升，以及伴随珠海金控的成立，华发集团资金需求较大。

筹资活动方面，2015 年，华发集团筹资活动现金流入 871.33 亿元，同比增长 44.27%，主要系因业务发展增加了融资需求所致；筹资活动现金流出 625.61 亿元，同比增长 124.48%，主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致；华发集团 2015 年筹资活动现金流净额 245.72 亿元，同比减少 24.46%，筹资活动现金流能够较好地覆盖华发集团大规模的投资需求。

2016 年 1~3 月，华发集团经营活动现金流量净额-33.77 亿元，投资活动现金流量净额 5.10 亿元，筹资活动现金流量净额 118.94 亿元。

总体看，跟踪期内，华发集团投资活动现金需求规模较大，其经营活动产生的现金不能满足其投资活动现金需求，对外部筹资依赖较大。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，华发集团流动比率和速动比率分别为 2.23 倍和 0.58 倍，较年初有所上升，由于华发集团流动资产中存货占比较高，速动比率偏低；现金短期债务比由年初的 0.46 倍上升至 0.63 倍，主要系现金类资产大幅增加所致。2014~2015 年，华发集团经营现金流动负债比分别为 0.03% 和 1.82%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力弱，华发集团短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015 年华发集团 EBITDA 为 40.21 亿元，同比增长 33.16%，主要由计入财务费用的利息支出（占比 53.61%）和利润总额（占比 38.36%）构成。华发集团 EBITDA 全部债务比为 0.04 倍，与上年持平，EBITDA 利息倍数由上年的 0.64 倍下降至 0.55 倍，主要系华发集团利息大幅增长所致。华发集团债务负担持续加重带动偿债能力有所减弱，华发集团现有债务结构以长期债务为主，现有传统业务盈利能力对债务保障程度一般，考虑到未来十字门地区土地可观的土地出让收益，以及珠海市政府对华发集团的有力支持下，华发集团长期偿债能力尚可。

截至 2015 年底，除了下属子公司华发股份为业主提供按揭购房贷款 41.46 万元担保外，华发集团合并口径无其他对外担保。

截至 2015 年底，华发集团及下属子公司（华发股份除外）共计获得银行授信额度 696.57 亿元，尚未使用 207.16 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，直接融资渠道畅通。

根据华发集团提供的中国人民银行《企业信用信息报告》（机构信用代码为 G10440401000391600），截至 2016 年 6 月 10 日，华发集团无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，跟踪期内，华发集团偿债能力指标表现一般，但考虑到其作为珠海城市运营商，具备突出的战略地位、良好的区域环境和较强的政府支持，在房地产、股权投资业务方面有良好的品牌知名度和较强的盈利能力，其整体偿债能力很强。

4. 债权保护效果

以 2015 年末财务数据测算，本次债券发行规模（3 亿元）占担保方华发集团资产总额的 0.19%、所有者权益总额的 0.80%；以 2015 年财务数据测算，本次债券发行规模（3 亿元）占担保方华发集团 EBITDA 的 7.46% 和经营现金流流入量的 1.15%，整体占比较低，对本次债券的保护程度高。

总体看，跟踪期内，华发集团运营情况良好，本次债券发行规模占华发集团各类资产的比重较低，其担保对于本次债券的到期还本付息仍然具有显著的保护作用。

九、综合评价

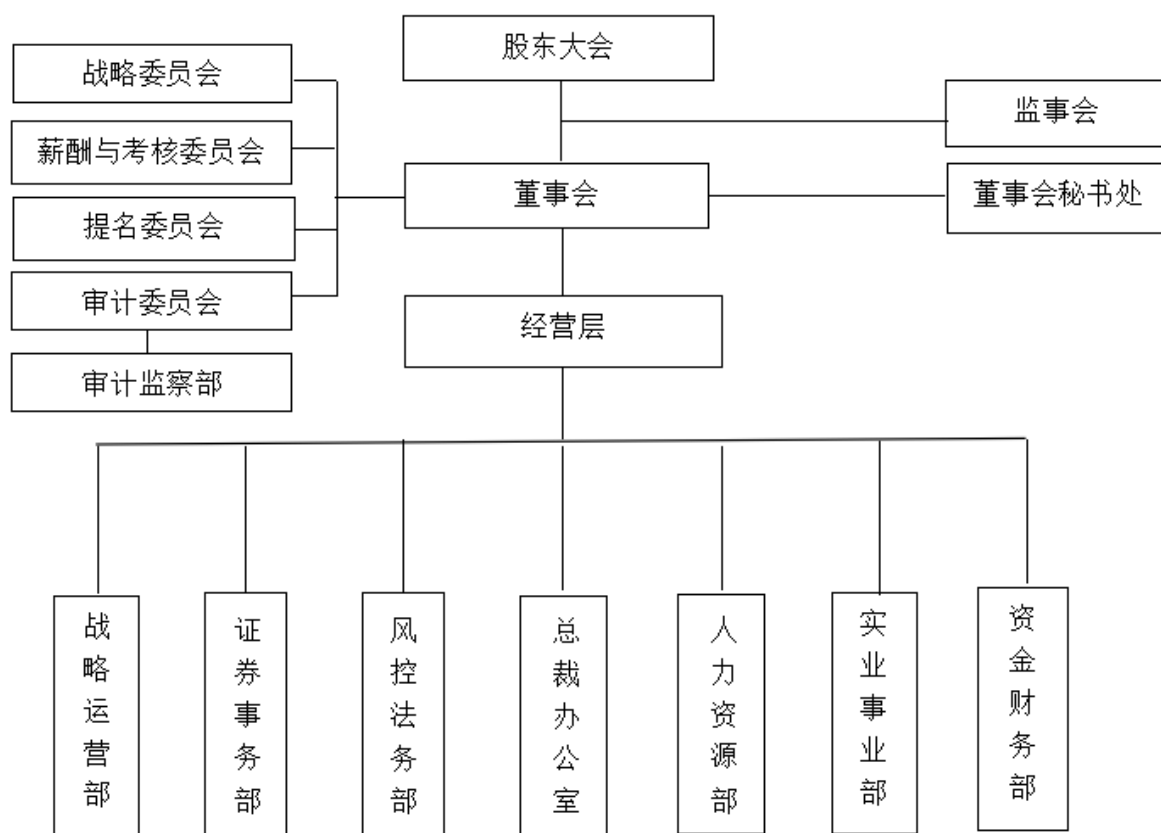
跟踪期内，力合股份作为珠海市国资委旗下的上市公司，其电容器制造板块、污水处理板块和高新技术孵化板块仍保持平稳发展；受益于锂电池行业的快速发展，其电子设备制造板块收入大幅增长；盈利能力有所提升、债务负担维持在较低水平。同时，联合评级也关注到电容器及电子设备制造行业景气度低迷、债务结构不合理以及投资收益对其营业利润贡献较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2016 年一季度，公司开始涉足投资与资产管理业务，且发展较为迅速。未来，随着公司进一步扩大投资规模、优化投资结构，并对电容器、电子设备业务加大创新研发、调整产品结构，公司整体盈利能力和综合竞争力有望得到增强。

跟踪期内，本次债券担保方华发集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，2015 年营业收入有较大幅度的增长，其担保对于本次公司债券的到期还本付息仍然具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司“**A+**”的主体长期信用等级，评级展望维持“**稳定**”；同时维持“**16 力合债**”的债项信用等级为“**AA+**”。

附件 1 力合股份有限公司组织结构图



附件 2 力合股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	11.03	12.24	12.99
所有者权益 (亿元)	8.68	7.76	7.82
短期债务 (亿元)	0.46	2.77	3.29
长期债务 (亿元)	0.51	0.48	0.48
全部债务 (亿元)	0.98	3.25	3.77
营业收入 (亿元)	1.73	2.12	0.55
净利润 (亿元)	0.46	0.54	0.10
EBITDA (亿元)	0.96	1.04	--
经营性净现金流 (亿元)	0.28	0.18	0.18
应收账款周转次数 (次)	2.24	2.93	--
存货周转次数 (次)	1.43	1.55	--
总资产周转次数 (次)	0.16	0.18	0.05
现金收入比率 (%)	101.39	93.49	114.46
总资本收益率 (%)	5.02	5.94	--
总资产报酬率 (%)	6.67	6.87	--
净资产收益率 (%)	5.26	6.62	1.26
营业利润率 (%)	34.58	37.50	43.24
费用收入比 (%)	32.26	31.84	28.61
资产负债率 (%)	21.32	36.59	39.77
全部债务资本化比率 (%)	10.12	29.51	32.54
长期债务资本化比率 (%)	5.60	5.86	5.81
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.29	14.87	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.99	0.32	--
流动比率 (倍)	2.58	0.80	0.80
速动比率 (倍)	2.18	0.61	0.61
现金短期债务比 (倍)	6.32	0.56	0.59
经营现金流动负债比率 (%)	16.90	4.68	3.91
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.27	0.35	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、公司 2016 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 3 珠海华发集团有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,226.95	1,575.05	1,755.67
所有者权益 (亿元)	299.61	376.82	388.18
短期债务 (亿元)	316.41	310.03	316.41
长期债务 (亿元)	387.80	627.02	764.81
全部债务 (亿元)	704.20	937.05	1,081.22
营业收入 (亿元)	172.43	211.03	40.21
净利润 (亿元)	7.76	8.19	1.48
EBITDA (亿元)	30.19	40.21	--
经营性净现金流 (亿元)	0.16	10.44	-33.77
应收账款周转次数 (次)	6.49	6.78	--
存货周转次数 (次)	0.21	0.19	--
总资产周转次数 (次)	0.17	0.15	0.02
现金收入比率 (%)	103.08	107.39	190.65
总资本收益率 (%)	2.74	2.57	--
总资产报酬率 (%)	2.83	2.64	--
净资产收益率 (%)	2.75	2.42	0.43
营业利润率 (%)	19.95	19.46	26.17
费用收入比 (%)	14.14	17.61	21.84
资产负债率 (%)	75.58	76.08	77.89
全部债务资本化比率 (%)	70.15	71.32	73.58
长期债务资本化比率 (%)	56.41	62.46	66.33
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.64	0.55	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.04	0.04	--
流动比率 (倍)	1.90	2.23	2.52
速动比率 (倍)	0.56	0.58	0.84
现金短期债务比 (倍)	0.46	0.63	0.93
经营现金流动负债比率 (%)	0.03	1.82	-5.78
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	8.63	11.49	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、华发集团 2016 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

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]
盈利指标	
总资本收益率	(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	自由负债/自有资产 × 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	
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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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+长期应付款

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+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。