

珠海大横琴集团有限公司及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

 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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2022]100822】

评级对象: 珠海大横琴集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间		主体/展望/债项/评级时间		主体/展望/债项/评级时间	
18 大横琴 MTN002	AAA/稳定/AAA/2022 年 06 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2021 年 07 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2018 年 11 月 23 日	
19 大横琴 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022 年 06 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2021 年 07 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 07 月 15 日	
20 大横琴 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022 年 06 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2021 年 07 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 03 月 17 日	
21 大横琴 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022 年 06 月 29 日		-		AAA/稳定/AAA/2021 年 08 月 19 日	
22 大横琴债 01	AAA/稳定/AAA/2022 年 06 月 29 日		-		AAA/稳定/AAA/2021 年 11 月 08 日	
22 大横琴债 02	AAA/稳定/AAA/2022 年 06 月 29 日		-		AAA/稳定/AAA/2021 年 11 月 08 日	

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	97.52	29.11	15.00	20.02
刚性债务	145.54	171.06	212.58	246.84
所有者权益	373.50	385.61	393.84	392.58
经营性现金净流入量	-11.31	1.48	-14.58	-2.28
发行人合并数据及指标:				
总资产	813.42	1070.46	1069.80	1090.67
总负债	411.59	616.22	615.80	640.57
刚性债务	225.51	327.18	376.75	422.92
所有者权益	401.83	454.25	453.99	450.09
营业收入	35.05	53.87	82.19	12.76
净利润	2.55	4.85	-7.57	-3.90
经营性现金净流入量	-67.57	-72.01	-39.53	-21.25
EBITDA	9.78	19.24	15.36	-
资产负债率[%]	50.60	57.57	57.56	58.73
长短期债务比[%]	117.06	122.66	140.36	173.98
营业利润率[%]	16.24	16.84	-5.77	-29.61
短期刚性债务现金覆盖率[%]	671.50	295.12	188.79	185.24
营业收入现金率[%]	44.13	85.34	94.56	107.64
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-50.22	-38.14	-17.24	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.21	1.29	0.81	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.07	0.04	-

注:根据大横琴公司经审计的 2019-2021 年财务数据及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。其中,2020 年数据采用 2021 年审计报告的期初数/上期数。

分析师

王静茹 wjr@shxsj.com
李星星 lxx@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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对珠海大横琴集团有限公司(简称“大横琴公司”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 18 大横琴 MTN002、19 大横琴 MTN001、20 大横琴 MTN001、21 大横琴 MTN001、22 大横琴债 01 及 22 大横琴债 02 的跟踪评级反映了 2021 年以来大横琴公司在外部环境、业务地位及即期偿债能力等方面保持优势,同时也反映了公司在业绩波动、债务偿付及资本性支出等方面继续面临压力和风险。

主要优势:

- **外部环境发展向好。**横琴区位优势显著,在“一带一路”、广东自贸区建设、粤港澳大湾区建设及粤澳深度合作区等政策叠加交汇下,区域战略地位凸显。跟踪期内横琴经济保持快速增长,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。**跟踪期内,大横琴公司控股股东变更为珠海市国资委,作为横琴“城市运营商+产业发展商”,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。
- **即期债务偿付能力较强。**跟踪期内,大横琴公司财务杠杆水平保持在可控水平,且公司货币资金充裕,即期债务偿付能力强。

主要风险:

- **业绩波动风险。**土地一级开发业务是大横琴公司重要的收入来源,2020 年并入世联行后其房地产经纪服务及相关收入成为公司第一大收入来源,2021 年受恒大事件等影响,世联行计提大额信用减值损失,公司净利润出现大额亏损。

总体看公司后续收入、盈利实现受房地产市场景气度影响较大。

- **债务偿付压力。**跟踪期内，随着在建项目的持续推进，大横琴公司刚性债务规模持续快速增长，存在一定的债务偿付压力。
- **资本性支出压力大。**大横琴公司房地产及产业园开发运营、口岸开发等项目大多均处于建设阶段，未来投资规模大、投资回报期较长，且土地一级开发项目仍存在较大的资金需求，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上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



珠海大横琴集团有限公司及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照珠海大横琴集团有限公司 2018 年度第二期中期票据、2019 年度第一期中期票据、2020 年度第一期中期票据、2021 年度第一期中期票据、2022 年第一期珠海大横琴集团有限公司公司债券（品种一）、（品种二）（分别简称“18 大横琴 MTN002”、“19 大横琴 MTN001”、“20 大横琴 MTN001”、“21 大横琴 MTN001”、“22 大横琴债 01”和“22 大横琴债 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据大横琴公司提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对浦口交通的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2018 年 12 月发行了 17.00 亿元 18 大横琴 MTN002，期限为 5 年，募集资金中用于偿还有息债务和横琴国际科技创新中心项目建设。公司于 2019 年 11 月发行了 45.00 亿元 19 大横琴 MTN001，期限为 5 年，募集资金用于偿还有息债务、项目建设、股权投资及基金出资。公司于 2020 年 4 月发行了 5.00 亿元 20 大横琴 MTN001，期限为 5 年，募集资金全部用于偿还存量债务融资工具。公司于 2021 年 8 月发行了 16.00 亿元 21 大横琴 MTN001，期限为 5 年，募集资金全部用于偿还公司有息债务。截至 2022 年 4 月末，上述债券募集资金已全部按照约定用途使用完毕。

该公司于 2022 年 4 月发行了 22 大横琴债 01、22 大横琴债 02，规模分别为 7.00 亿元和 3.00 亿元，期限分别为 5 年、10 年，募集资金全部用于偿还补充营运资金。截至 2022 年 5 月末，上述债券募集资金已按约定用途使用完毕。

截至 2022 年 5 月末，该公司存续境内债券本金余额合计为 115.00 亿元，公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。此外，公司 2019 年 11 月发行了一期美元债券，发行规模 4.50 亿美元的，最新票息 3.80%，期限 3 年。

图表 1. 截至 2022 年 5 月末公司存续境内债券情况（单位：亿元，年，%）

简称	发行金额	发行日期	存续期限	票面利率	本金余额
18 大横琴 MTN002	17.00	2018-12-24	5	4.57	17.00
19 大横琴 MTN001	45.00	2019-11-25	5	4.10	45.00
20 大横琴 MTN001	5.00	2020-04-10	5	3.33	5.00
21 大横琴 MTN001	16.00	2021-08-25	5	3.64	16.00
21 大横琴 MTN002（绿色）	8.00	2021-11-17	5	3.57	8.00
21 大横琴 MTN003	6.00	2021-11-19	5	3.62	6.00
22 大横琴 MTN001	3.00	2022-03-02	5	3.62	3.00
22 大横琴债 01	7.00	2022-04-18	5	3.57	7.00
22 大横琴债 02	3.00	2022-04-18	10	4.28	3.00

简称	发行金额	发行日期	存续期限	票面利率	本金余额
22 大横琴 SCP001	5.00	2022-05-18	0.49	2.04	5.00
合计	115.00	--	--	--	115.00

资料来源：大横琴公司

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减

税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，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渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

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。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为

进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。具体来看，2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年至 2019 年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021 年 4 月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

（3）区域经济环境

跟踪期内，珠海市二、三产业发展总体较为均衡，经济保持增长态势。随着粤港澳大湾区建设不断推进，珠海市作为重要节点城市，在战略地位、基础设施互联互通和构建现代产业体系等方面面临新机遇。

珠海位于广东省东南部，西邻江门市，北与中山市接壤，东与香港隔海相望，南与澳门陆地相连，2018 年 10 月港珠澳大桥通车后，珠海成为内地唯一与港澳同时陆路相连的城市。2021 年末，全市土地面积为 1736.45 平方公里，下辖香洲、斗门、金湾 3 个行政区，并设有珠海横琴新区、珠海高新技术产业开发区、珠海保税区、珠海万山海洋开发试验区、珠海高栏港经济区 5 个经济功能区。珠海市是重要的口岸城市，设有拱北、横琴、珠澳跨境工业区 3 个陆运口岸，以及九洲港、湾仔港轮渡客运、珠海港、斗门港、

万山港 5 个水运口岸，共 8 个国家一类口岸，是仅次于深圳市的中国第二大口岸城市。近年随着人才引进力度加大、落户政策逐步放宽，珠海市常住人口保持较大规模的净流入，截至 2021 年末，珠海市常住人口为 246.67 万人，较上年末增加 1.71 万人，年末常住人口城镇化率为 90.75%。

跟踪期内，珠海市经济保持较快增长。2021 年，全市实现地区生产总值 3881.75 亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.9%，较上年提高 3.9 个百分点。2021 年，全市第一、第二、第三产业增加值分别为 55.02 亿元、1627.47 亿元和 2199.27 亿元，同比分别增长 7.1%、6.5% 和 7.2%，三次产业结构比例由 2020 年的 1.7:43.4:54.9 调整为 1.4:41.9:56.9，二、三产业发展总体较为均衡，经济结构不断优化。

2022 年第一季度，受国内多地疫情反复影响等，消费领域受到较大冲击，珠海市经济面临多重压力，但总体仍持续稳步恢复。2022 年第一季度，全市实现地区生产总值 887.48 亿元，同比增长 4.2%，其中第三产业增加值同比增长仅 2.6%。在促进企业达产稳产政策兑现下，工业生产稳定回升，规模以上工业增加值同比增长 9.8%。同期，全市固定资产投资同比增长 1.4%；完成外贸进出口 745.47 亿元，同比下降 5.6%，其中出口额 460.58 亿元，同比增长 3.7%，生产型外贸企业运行良好，但在总部型外贸企业进口大幅下滑影响下，进口额同比下降 17.5% 至 284.89 亿元。

图表 2. 2019 年以来珠海市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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	3435.89	6.8	3481.94	3.0	3881.75	6.9	887.48	4.2
其中：第一产业增加值	57.36	1.9	60.02	1.6	55.02	7.1	14.85	2.5
第二产业增加值	1528.73	4.6	1510.86	1.8	1627.47	6.5	354.13	6.9
第三产业增加值	1849.79	9.2	1911.06	4.1	2199.27	7.2	518.50	2.6
规模以上工业增加值	1133.54	4.0	--	1.4	1339.37	8.8	--	9.8
人均生产总值（万元）	17.55	--	--	--	--	--	--	--
全社会固定资产投资	1971.88	6.1	2230.14	13.1	--	-3.1	--	1.4
社会消费品零售总额	1233.36	6.3	921.26	-7.5	1048.24	13.8	251.36	-1.0
进出口总额	2908.89	-10.4	2730.57	-6.1	3320.10	21.5	745.47	-5.6
三次产业结构比例	1.7:44.5:53.8		1.7:43.4:54.9		1.4:41.9:56.9		--	

资料来源：珠海市国民经济和社会发展统计公报、统计局公开信息

工业是珠海市经济增长的主要动力之一，2020 年受新冠肺炎疫情等因素影响，全市工业经济稳中承压。2021 年以来，全市工业经济持续恢复，完成规模以上工业增加值 1339.37 亿元，同比增长 8.8%，增速较上年提高 7.4 个百分点。支柱产业支撑有力，七大支柱产业合计完成增加值 1064.76 亿元，占规模以上工业增加值的比重为 79.5%，同比增长 10.8%。其中，家电电气、石油化工、电力能源、生物医药行业保持快速增长，同比分别增长 9.7%、15.2%、21.7% 和 19.5%。

消费方面，2021 年，珠海市实现社会消费品零售总额 1048.24 亿元，同比增长 13.8%，增速较上年大幅反弹 21.3 个百分点。珠海市经济外向度较高，2021 年全市外贸进出口在常态化疫情防控背景下保持良好增势，当年实现外贸进出口额 3320.10 亿元，同比增长 21.5%，增速较上年提高 27.6 个百分点。

投资方面，2021 年在基础设施投资同比下降 28.4% 的影响下，珠海市固定资产投资

下滑，当年固定资产投资增速为-3.1%，增速较上年下降 16.2 个百分点。2021 年下半年受房地产行业政策收紧以及房地产企业风险事件影响，珠海市房地产开发投资端显著降温并传导至商品房销售端。当年全市房地产开发投资 1162.14 亿元，同比增长 8.0%，增速较上年下降 12.4 个百分点；商品房销售面积 495.59 万平方米，同比增长 2.9%，增速较上年下降 7.2 个百分点。

图表 3. 2019 年以来珠海市房屋建设、销售情况（单位：亿元，万平方米，%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产开发投资	893.36	13.5	1075.78	20.4	1162.14	8.0	--	-2.1
商品房施工面积	3646.11	6.6	4132.98	13.4	4009.70	-3.0	--	--
商品房竣工面积	301.57	12.9	327.33	8.5	317.40	-3.0	--	--
商品房销售面积	437.61	45.1	481.83	10.1	495.59	2.9	--	--

资料来源：2019-2020 年珠海市国民经济和社会发展统计公报、统计局公开信息

2021 年，珠海市成交土地面积及土地出让总价均出现下降，但全市土地成交均价较上年有所提高，且住宅地价格持续处于高位，当年土地成交总价同比下降 36.61% 至 243.12 亿元。2022 年第一季度，全市完成土地出让面积 59.90 万平方米，其中工业用地和综合用地（含住宅）分别为 30.64 万平方米和 12.63 万平方米；同期，土地出让总价为 32.47 亿元，其中综合用地（含住宅）出让总价为 22.98 亿元。

图表 4. 2019 年以来珠海市土地市场交易情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	516.74	651.63	354.26	59.90
其中：住宅用地	166.44	113.88	64.47	1.44
综合用地（含住宅）	63.61	21.72	28.60	12.63
商业/办公用地	42.32	74.55	12.33	0.81
工业用地	132.61	428.40	209.78	30.46
其它用地	111.76	13.08	39.07	14.56
土地出让总价（亿元）	456.83	383.56	243.12	32.47
其中：住宅用地	260.49	248.65	138.87	3.40
综合用地（含住宅）	109.40	76.85	73.66	22.98
商业/办公用地	71.52	34.59	18.94	2.20
工业用地	8.53	21.13	10.00	3.27
其它用地	6.89	2.34	1.65	0.62
土地出让均价（元/平方米）	8840.54	5886.21	6862.84	5421.50
其中：住宅用地	15650.57	21834.44	21540.89	23611.11
综合用地（含住宅）	17198.24	35383.87	25755.24	18194.77
商业/办公用地	16899.38	4639.45	15360.45	27160.49
工业用地	643.61	493.34	476.57	1075.11
其它用地	616.23	1786.54	422.81	425.82

资料来源：CREIS 中指数据（数据提取时间为 2022 年 5 月 20 日）

横琴区位优势显著，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，2018 年 10 月港珠澳大桥的正式通车后，横琴的区域优势进一步显现。

2021 年 9 月，中共中央、国务院印发了《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》，横琴粤澳深度合作区（简称“合作区”）实施范围为横琴岛“一线”和“二线”之间的海关监管区域，总面积约 106 平方公里。其中，横琴与澳门特别行政区之间设为“一线”；横琴与中华人民共和国关境内其他地区之间设为“二线”，合作区战略定位为促进澳门经济适度多元发展的新平台、便利澳门居民生活就业的新空间、丰富“一国两制”实践的新示范及推动粤港澳大湾区建设的新高地。在“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背景下，横琴战略定位进一步彰显，特别是港珠澳大桥建成通车以后，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，区域经济增长快速，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。2021 年及 2022 年第一季度，合作区分别实现地区生产总值 454.63 亿元和 101.60 亿元，同比分别增长 8.5% 和 5.0%，经济保持平稳增长。同期，合作区分别实现外贸进出口额 314.66 亿元和 83.01 亿元，同比分别增长 53.3% 和 -26.7%；实际使用外资额分别为 15.23 亿美元和 1.93 亿美元。

图表 5. 2019 年以来横琴主要经济指标（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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	461.13	7.8	468.07	4.2	454.63	8.5	101.60	5.0
固定资产投资额	532.49	-14.6	440.42	-17.3	--	12.9	--	-40.0
外贸进出口额	--	--	--	--	314.66	53.3	83.01	-26.7
实际使用外资（亿美元）	--	--	--	--	15.23	-14.1	1.93	195.1
实际吸收外资直接投资（亿美元）	16.05	49.9	18.27	13.8	--	--	--	--

资料来源：原横琴新区、横琴粤澳深度合作区官网

总部经济已成为横琴发展“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，高新技术企业总数超过 200 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。截至 2022 年 4 月末，合作区实有企业 5.43 万户，其中内资企业 4.68 万户，港澳台及外商投资企业 0.75 万户（含澳资企业 0.48 万户）。金融业务发展方面，截至 2022 年 4 月末，中外资金融机构本外币存款余额为 1560.96 亿元，同比增长 13.7%；中外资金融机构本外币贷款

余额为 1557.53 亿元，同比增长 33.4%。

深化粤港澳合作方面，近年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。截至 2021 年末，合作区注册科技型企业约 1 万家，其中澳资企业近 800 家，国家高新技术企业 328 家，建成科技企业孵化器、新型研发机构等各类国家级和省级科技创新平台 18 家。粤澳合作中医药科技产业园注册企业达到 216 家，培育澳门企业 52 家。此外，粤澳合作产业园 25 个项目全部开工建设。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍作为横琴“城市运营商+产业发展商”，承担横琴部分土地一级开发、市政基础设施建设、公共资源运营等，同时开展房地产开发、租赁及物业管理等。2021 年主要在世联行相关业务收入大幅增长带动下，公司营业收入保持增长，但土地一级开发收入受政府供地计划影响出现大幅下降，且未来亦存在不确定性。公司已完工商业地产项目主要通过租售回笼资金，回收期较长，且受区域招商及房地产市场景气度影响较大；在建房地产开发项目则存在很大的资本性支出压力。此外，公司对外投资规模持续攀升，相应投资回收情况需关注。

跟踪期内，该公司仍作为横琴“城市运营商+产业发展商”，承担横琴部分土地一级开发和全岛的市政基础设施建设，主营业务涉及土地一级开发、房地产销售、租赁及物业管理、市政管养及隧道管养等，以及子公司深圳世联行集团股份有限公司（简称“世联行”）经营的代理销售及互联网+等业务。2021 年，公司实现营业收入 82.19 亿元，主要在世联行代理销售及互联网+等业务收入增长的带动下，同比大幅增长 52.57%。从具体收入构成来看，2019 年及之前公司收入主要来自土地一级开发业务，2020 年以来受并入世联行以及新增地产销售收入，公司收入结构发生较大变化。2021 年，土地一级开发业务占营业收入的比重为 2.35%，收入贡献率较 2020 年减少 31.88 个百分点；同期，世联行经纪及资产运营等相关服务收入占营业收入的比重为 72.30%，地产销售业务收入占比为 8.88%。此外，租赁及物业管理、市政管养及隧道管养以及建筑材料销售等其他业务对营业收入形成重要补充。2021 年，公司业务毛利率为 14.79%，较 2020 年下滑 19.86 个百分点，主要系土地一级开发业务收入规模及利润率均大幅下降所致。2022 年第一季度，公司实现营业收入 12.76 亿元，其中世联行经纪及资产运营等相关服务收入为 9.40 亿元，占当期营业收入的比重为 73.69%，当期未实现土地一级开发业务收入；同期业务毛利率为 10.81%。

图表 6. 2019 年以来公司营业收入及毛利构成情况¹（单位：亿元，%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	35.05	100.00	53.87	100.00	82.19	100.00	12.76	100.00
土地一级开发业务	28.18	80.38	18.44	34.23	1.93	2.35	-	-
地产销售业务	-	-	3.34	6.20	7.30	8.88	0.81	6.35
租赁及物业管理业务	2.15	6.13	2.07	3.84	3.58	4.36	0.86	6.71
市政管养及隧道管养业务	2.23	6.36	3.14	5.84	3.90	4.75	0.87	6.81

¹ 若合计数与明细数加总存在出入，系尾数四舍五入所致，下同。

项目	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
世联行经纪及资产运营等相关服务	--	--	22.05	40.94	59.42	72.30	9.40	73.69
其他	2.50	7.12	4.83	8.97	6.06	7.37	0.82	6.45
业务毛利率	30.95		34.65		14.79		10.81	
土地一级开发业务	33.88		67.51		3.02		--	
地产销售业务	--		47.45		48.84		54.10	
租赁及物业管理业务	25.14		-18.85		-14.24		-14.52	
市政管养及隧道管养业务	22.20		22.60		5.39		23.31	
世联行经纪及资产运营等相关服务	--		18.59		15.04		11.29	
其他	10.71		4.41		-1.75		-24.08	

资料来源：大横琴公司

(1) 土地一级开发

跟踪期内，该公司土地一级开发仍由子公司珠海大横琴股份有限公司（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，原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年或前后完成上述区域的土地一级开发²。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³。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，公司按照一定利润率确认土地一级开发收入，公司土地一级开发收入分为土地基建开发收入及公共配套设施建设收入。在土地交付日，土地基建开发收入一次性确认为当期收入，公共配套设施完工部分也确认为当期收入，未完工部分所对应的余下收入确认为递延收入（即构成资产负债表的其他流动负债），公共配套设施递延收入于建设期各期按投入成本逐期结转为当期收入；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2022年3月末，该公司累计已出让的土地面积333.24万平方米，累计确认应结算的土地一级开发收入为199.15亿元，累计已收到的土地一级开发收入款为181.97亿元。同期末，公司累计投入的土地开发成本为157.05亿元，后续仍有一定的资金需求。

图表 7. 截至 2022 年 3 月末公司土地一级开发项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	概算总投资	累计已投资	累计已交付土地面积	累计已确认收入金额	累计已回款
综合服务区	32.70	24.85	82.09	52.47	48.46
文化创意区	25.14	20.01	63.59	18.16	16.51
口岸服务区	22.39	23.19	68.68	53.99	53.06
高新技术产业区	34.96	18.49	74.58	36.31	32.48
国际居住区	95.19	70.50	44.30	38.22	31.45
合计	210.38	157.05	333.24	199.15	181.97

资料来源：大横琴公司

² 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2021年前横琴新区可开发总面积28.0平方公里的49.4%。

³ 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。

2021 年，该公司实现土地一级开发业务收入 1.93 亿元，收入较 2020 年大幅下降 89.54%，主要系横琴新区管委会土地出让节奏放缓所致。同期，该项业务毛利为 0.06 亿元；业务毛利率为 3.02%，主要系受出让土地性质差异影响，业务毛利率较 2020 年大幅下滑 64.48 个百分点。未来公司仍有一定规模的土地可供出让，该业务有望对公司收入形成支撑，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，存在较大不确定性。2022 年第一季度，公司未实现土地一级开发业务收入。

(2) 口岸开发

该公司口岸开发业务仍主要由全资子公司珠海大横琴口岸实业有限公司（简称“口岸公司”）负责，横琴口岸服务区堤岸和环境景观工程项目和横琴新区深井二线口岸综合项目（一期）工程项目已基本投资完毕，累计已完成投资 9.59 亿元。目前，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，项目规划用地面积约 34.51 万平方米，总体建筑面积为 131.06 万平方米，建设内容主要包括口岸通关设施、综合交通枢纽功能区、综合配套服务区、地下空间开发等。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⁴，剩余部分由公司和中国建筑工程总公司⁵通过自筹和金融机构借款解决。截至 2022 年 3 月末累计投入 187.82 亿元。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等。

图表 8. 截至 2022 年 3 月末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		2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
横琴口岸及综合交通枢纽开发工程	260.65	78.20	182.45	187.82	11.80	13.60	13.50

资料来源：大横琴公司

(3) 房地产开发及产业园区运营

跟踪期内，该公司房地产开发及产业园区运营业务仍主要由珠海大横琴置业有限公司（简称“大横琴置业”）及其子公司、珠海大横琴泛旅游发展有限公司（简称“泛旅游公司”）和原子公司珠海大横琴城市新中心发展有限公司⁶负责。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）、横琴新区高级人才公寓（二期）、横琴国际商务中心（一期）、横琴国际科技创新中心和横琴汽车营地（露营乐园）二期项目，上述项目累计投入资金 80.07 亿元，总建筑面积合计 61.40 万平方米，除横琴国际商务中心（一期）对外销售外，其余三个项目均只租不售。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现房地产销售收入 7.30 亿元和 0.81 亿元，其中横琴国际商务中心（一期）累计确认销售收入 9.28 亿元。

该公司在建的房地产开发及产业园区运营项目主要包括横琴科学城（一至三期）、横琴国际商务中心（二期）和珠海大横琴大厦等项目，上述项目概算总投资为 869.40 亿元，截至 2022 年 3 月末累计已投资 278.61 亿元。

⁴ 截至 2022 年 3 月末，横琴新区管委会已支付大横琴口岸约 50.68 亿元的项目建设资金。

⁵ 其中，中国建筑工程总公司负责筹资 170 亿元。

⁶ 该公司于 2022 年 5 月将珠海大横琴城市新中心发展有限公司 90% 股权无偿划转至珠海万山海洋开发试验区管理委员会、10% 股权无偿划转至广东省财政厅。

横琴科学城（一期）租赁住房项目总建筑面积为 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，概算总投资为 189.97 亿元，建设资金来源于该公司自筹和外部融资。横琴科学城（二期）项目总占地面积 132.79 万平方米，其中地上建筑面积和地下建筑面积分别为 103.04 万平方米和 29.75 万平方米，建设内容涉及高新技术研发及相关配套如商业、餐饮和员工宿舍等，项目概算总投资为 194.74 亿元，建设资金来源于公司自筹和外部融资。横琴科学城（三期）项目总占地面积 21.99 万平方米，其中地上建筑面积和地下建筑面积分别为 98.85 万平方米和 34.78 万平方米，建设内容涉及写字楼、商业物业、公寓等，功能包含生物医药研发办公及大数据中心，同时设有相应的生活配套设施，概算总投资约为 215.26 亿元，建设资金来源于公司自筹和外部融资。

图表 9. 截至 2022 年 3 月末公司在建地产及产业园项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目性质	概算总投资	已投资额
横琴科学城（一期）租赁住房项目	住宅、商业、酒店、幼儿园等	189.97	108.03
横琴科学城（二期）	写字楼、商业物业、公寓、相关配套	194.74	49.48
横琴科学城（三期）	写字楼、商业物业、公寓、相关配套	215.26	36.97
横琴国际商务中心（二期）	商业、办公、酒店	100.10	15.43
珠海大横琴大厦	办公、商业、社会停车场、电信设施	46.86	11.93
横琴天沐琴台	文化设施、酒店、办公、商业	48.84	10.97
横琴新区市民服务中心	行政办公及配套设施	27.67	15.03
珠海横琴新区长隆宿舍一期项目	住宅	15.19	14.66
勤政公寓	住宅	6.95	3.12
横琴天湖酒店	酒店、商业	10.76	3.46
城市新中心保障房一期	住宅、商业及相关配套	8.05	6.67
城市新中心保障房二期	商业、住宅	5.01	2.86
合计	--	869.40	278.61

资料来源：大横琴公司

截至 2022 年 3 月末，该公司拟建房地产开发项目为湖心新城项目，概算总投资为 6.50 亿元。总体看，公司在建及拟建的房地产开发项目未来仍有很大的投资规模，主要依靠物业租售平衡资金，地产开发未来资本支出压力大且资金回笼状况尚存较大不确定性。

图表 10. 截至 2022 年 3 月公司拟建地产及产业园项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目性质	概算总投资	资金来源
湖心新城	住宅	6.50	自有、银行贷款
合计	--	6.50	--

资料来源：大横琴公司

(4) 世联行经纪及资产运营等相关服务

2020 年 7 月至 8 月，该公司以现金形式分别受让世联地产顾问（中国）有限公司（简称“世联中国”）、北京华居天下网络技术有限公司（简称“华居天下”）所持深圳世联行集团股份有限公司（简称“世联行”，股票代码：002285.SZ）股份，股份数合计 3.24 亿股，股权转让对价合计 9.44 亿元；同时世联中国与公司签署了《股份转让协议书

之补充协议》与《股份表决权委托协议》，世联中国委托公司行使其持有的世联行 2.85 亿股（占世联行股份总数 14%）对应的表决权。上述事项完成及生效后，公司对世联行持股比例达 15.90%，拥有的表决权比例达 29.90%，成为世联行单一拥有表决权比例最高的股东。2020 年 9 月，世联行完成董事会补选，公司董事长胡嘉成为其董事长，且公司在世联行董事会 9 个席位中拥有 5 个席位，取得世联行的控制权。2021 年 11 月，世联行注销限制性股票 41.76 万股，其股本由 20.38 亿股变更为 20.34 亿股，公司持股比例变更为 15.94%，表决权比例变更为 29.97%。

世联行于 1993 年成立于深圳，是境内首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商，至今拥有 69 家分支机构，服务遍及中国 200 多个城市。截至 2021 年末，世联行总资产为 89.60 亿元，归属于上市公司股东净资产为 37.03 亿元，资产负债率为 57.85%；2021 年，世联行实现营业收入 60.83 亿元，同比下降 9.52%；归属于上市公司股东的净利润为-11.29 亿元，同比下降 11.18 倍，主要系受当期计提各项资产减值准备 16.60 亿元所致，其中因恒大事件影响，期末世联行对恒大地产集团有限公司（简称“恒大集团”）及其关联公司的应收款项总额（包括应收账款、应收票据、合同资产以及其他应收款）合计 12.53 亿元计提减值损失 10.03 亿元，对通过间接投资持有恒大集团的其他非流动金融资产苏州工业园区睿灿投资企业（有限合伙）（简称“睿灿投资”）投资额 1.00 亿元确认公允价值变动损失 0.85 亿元。

2020 年以来世联行借助引入国有法人股东的契机，启动了新一轮发展战略，明确了构建“大交易+大资管”双核协同发展的业务体系。其中，大交易业务板块包括代理销售业务、互联网+业务和金融服务业务；大资管业务板块包括城市资产管理业务、空间运营业务、咨询顾问业务和招商租赁业务。2021 年，大交易业务实现业务收入 45.18 亿元，大资管业务实现业务收入 14.86 亿元。2021 年大交易收入同比下降 6.81%，主要是 2021 年下半年房地产市场基本面转弱，代理销售业务收入下滑所致。

大交易服务业务方面：（1）世联行代理销售业务主要是为房地产开发商提供项目市场策划、营销代理的一体化服务，包括前期市场定位策划、中期营销推广和项目现场销售服务，通过代理销售新房获取佣金收入。世联行按代理业务合同约定，在所提供的代理销售服务达到合同约定的确认条款，按房地产成交金额和合同约定服务费率计算应收取的服务费并开具服务费结算单，同客户确认后确认代理销售收入的实现。世联行代理销售服务的头部企业包括恒大、万科等，截至 2021 年末世联行代理销售业务已覆盖全国 200 多个城市，同期末万科已成为代理销售额第一大客户，同时为对冲恒大流动性危机带来的不利影响，公司积极发展“央国企”大客户，目前也已成为保利的重要合作商。（2）互联网+业务主要是通过整合下游中介、经纪人、代理公司等社会渠道资源，为房地产开发商扩大客源促成交易，提升成交效率，从而获取相应的服务收入。截至 2021 年末，互联网+业务进驻全国 200 多个城市，为 1853 个案场提供服务，链接超过 9 万个中介门店和 25 万经纪人渠道资源，累计积累企微客户 12959 万个。（3）金融服务业务主要是房地产相关的担保业务和小额信贷业务。2021 年，世联行代理销售业务、互联网+业务和金融服务业务分别实现收入 24.01 亿元、19.17 亿元和 2.00 亿元，同比分别增长-19.81%、19.24%和-18.67%。

大资管业务方面，2021 年是世联行大资管落地转型组织调整年，其完成大资管团队的顶层设计，在横琴设立了大资管业务总部，并在全国建立九大地区，推进大资管业务

的发展。具体来看：（1）城市资产管理业务是围绕各类产业物业、公建设施和城市空间，为政府端和企业端客户提供物业管理、城市公共设施管理、企业综合设施管理等基础运营服务和一系列叠加的高附加值服务。截至 2021 年末，世联行城市资产管理业务已布局 22 个城市，在管全委托项目 105 个；在管合约面积 720 万平米，同比增长 29.26%。2021 年，新签约全委托项目 22 个，新签约面积 163 万平米。（2）空间运营业务包括公寓、写字楼、商业、酒店等运营业务及对应业态的装修业务，目前已拥有“红璞公寓”、“世联空间”、“小样社区”等服务品牌。2021 年，世联行剥离中资产模式公寓业务，并对工商物业和酒店运营存量项目进行重组优化，聚焦专业服务能力，重回轻资产运营。2021 年，新增托管项目包括横琴澳门青年创业谷人才公寓、横琴寓科创中心。（3）咨询顾问业务主要是为地方政府、开发商等机构客户提供政策建议、土地规划建议、项目开发策略等顾问服务。（4）招商租赁业务招商租赁业务为物业所有者或持有者提供新城新区、产业园、商办楼宇等各类业态的招商租赁服务。2021 年，城市资产管理业务、空间运营业务、咨询顾问业务和招商租赁业务分别实现收入 7.36 亿元、5.49 亿元、1.42 亿元和 0.60 亿元，同比分别增长 16.42%、-40.90%、-19.74% 和 4.86%。

（5）租赁及物业管理

跟踪期内，该公司租赁及物业管理业务运营主体仍主要为珠海大横琴城市公共资源经营管理有限公司⁷（简称“城资公司”）。目前，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 2022 年 3 月末，公司物业管理面积为 75.31 万平方米，可收租金的物业管理面积为 32.20 万平方米。公司租赁业务收入主要为口岸公司经营的横琴大桥通关口岸及横琴澳门通关临时口岸的相关物业租赁和大横琴股份公司经营的横琴总部服务中心等商业楼宇租赁。2021 年及 2022 年第一季度，公司租赁及物业管理业务收入分别为 3.58 亿元和 0.86 亿元，2021 年收入较 2020 年增长 73.30%，主要系业务规模扩张所致。同期，业务毛利分别为-0.51 亿元和-0.12 亿元，2021 年业务亏损主要系过渡期口岸联检单位物业管理费由口岸公司承担，成本增加所致。

（6）其他

除上述业务外，该公司主业还包括市政管养及隧道管养业务、建筑材料销售业务、客房及餐厅经营业务、园林绿化、建设管理项目收入等。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现市政管养及隧道管养业务收入 3.90 亿元和 0.87 亿元，成为营业收入的重要组成部分。此外，2020 年公司新增建筑材料销售业务，主要销售产品为混凝土，由珠海大横琴城市建设有限公司负责运营，每月对账结算，次月支付部分上月结算货款。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现建筑材料销售业务收入 2.76 亿元和 0.49 亿元，业务毛利率分别为 3.59% 和 9.20%。

该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开展。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公司作为项目

⁷ 2018 年 9 月，万科物业发展股份有限公司（简称“万科物业”）对城资公司增资 2666.67 万元，增资后，城资公司注册资本 6666.67 万元，该公司和万科物业分别持有 60% 和 40% 股权。

发起人，与项目主办人及施工单位之间签订相关建设回购协议；在项目建设期间，由项目主办人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。对于 BT 项目，项目回购款项由横琴新区财政局支付给公司，公司再支付给项目建设公司⁸。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 160.03 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项目主办人，该项目于 2014 年 4 月完工，累计投资 153.16 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 2022 年 3 月末公司已累计收到的回购款为 160.03 亿元，累计已支付项目资金 158.64 亿元。

图表 11. 截至 2022 年 3 月末公司 BT 项目投资及回购情况⁹（单位：亿元）

项目名称	概算总投资	已投资	建设期间	已收回购款	已支付资金	项目主办人
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	153.16	2010.03-2013.12	153.16	153.16	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	6.87	2011.01-2012.12	6.87	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
合计	149.22	160.03	--	160.03	158.64	--

资料来源：大横琴公司

委托代建模式下，横琴新区管委会与该公司签署代建协议，公司通过公开招标的形式选择施工单位；项目建设期间，公司仅承担项目的建设管理，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，施工单位向横琴新区管委会或公司移交项目的使用权，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收取项目管理费。资金拨付方面，代建模式下，除中交横琴投资有限公司（简称“中交横琴公司”）负责建设的项目外¹⁰，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。

（7）产业投资

该公司主要通过股权直投和基金出资的形式进行对外投资。目前，主要投资项目有和谐健康保险股份有限公司（简称“和谐保险”）、粤澳中医药科技产业园开发有限公司（简称“粤澳中医药园公司”）、上海壁仞智能科技有限公司（简称“壁仞智能”）、珠海琴发投资有限公司（简称“琴发投资”）、北京集创北方科技股份有限公司（简称“集创北方”）、横琴总部大厦项目等，主要分布行业包括保险、医药、半导体、智能

⁸ 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，当年支付回购款时，在现金流量表上对“收到其它与经营活动有关的现金”项目负数进行冲减。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当年收到的 BT 回购资金的余额。

⁹ 表中数据根据该公司提供的最新数据调整。

¹⁰ 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。

机器人等。2020-2021 年，公司长期股权投资权益法下实现投资收益分别为 1.23 亿元和 3.65 亿元，其中 2021 年主要来自和谐保险、粤澳中医药园公司和琴发投资三家被投资单位。

图表 12. 截至 2021 年末公司主要的对外投资情况（单位：亿元，%）

被投资单位名称	持股比例	期末账面余额	会计科目
粤澳中医药科技产业园开发有限公司	30.00	6.69	长期股权投资
珠海横琴总部大厦发展有限公司 ¹¹	30.00	3.30	
珠海横琴丽新文创天地有限公司	16.68	8.30	
珠海琴发投资有限公司	40.00	2.60	
和谐健康保险股份有限公司	13.00	40.79	
深圳市红土岳川股权投资基金合伙企业（有限合伙）	-	3.16	
亚联公务机有限公司	20.69	3.26	
小计	-	68.10	-
上海壁仞智能科技有限公司	4.86	6.44	其他非流动金融资产
厦门清科和清一号投资合伙企业（有限合伙）	29.94	3.00	
北京屹唐长厚显示芯片创业投资中心(有限合伙)	20.32	2.50	
北京集创北方科技股份有限公司	2.34	11.49	
达闼机器人有限公司	1.62	1.62	
芯动微电子科技(珠海)有限公司	1.50	1.83	
苏州思必驰信息科技有限公司	2.20	1.70	
小计	-	28.58	-
合计	-	96.68	-

资料来源：大横琴公司

管理

跟踪期内，该公司股权结构发生变动，珠海市国资委和广东省财政厅分别持有 90% 和 10% 股权，实际控制人为珠海市国资委，此外，公司内部管理制度、组织架构等方面有所调整。

跟踪期内，根据《广东省财政厅 广东省人力资源和社会保障厅 广东省人民政府国有资产监督管理委员会关于划转部分国有资本充实社保基金有关事项的通知》（粤财资[2020]78 号）、《关于做好划转部分国有资本充实社保基金有关事项的通知》（珠横国资[2021]6 号）等文件要求，该公司 10% 国有股权一次性划转给广东省财政厅；根据《研究横琴新区区属国企统一划转工作会议纪要》、《珠海大横琴集团有限公司股东决定》，横琴新区国资委将其持有的公司 90.00% 的股权无偿划转至珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“珠海市国资委”）。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 1.00 亿元，珠海市国资委和广东省财政厅分别持有 90% 和 10% 股权，实际控制人为珠海市国资委。公司股权状况详见附录一。

¹¹ 此公司负责横琴总部大厦项目开发，该项目位于横琴口岸服务区的核心位置，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 万平方米的裙楼。2016 年横琴总部大厦项目一期实现销售，该公司获得横琴总部大厦公司现金分红 1.78 亿元。2018-2021 年均未分红。

跟踪期内，该公司内部组织结构及管理制度有所调整，目前设置办公室（董事会办公室）、党委办公室、财务部、审计部、人力资源部、融资发展和经营管理部、招标采购部、纪检监察室、培训中心、安委办、投资管理部和建设工程管理部等 12 个职能部门。公司组织架构详见附录二。

根据该公司本部 2022 年 5 月 18 日的《企业信用报告》，公司本部历史偿债记录良好，无银行信贷违约、迟付利息情况。根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、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 2022 年 6 月 19 日，未发现公司本部存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司负债经营程度尚且可控，刚性债务继续增长，债务期限结构保持长期化，且存量货币资金充裕，即期债务偿付能力强。公司资产中存货规模较大，且以土地开发项目、房地产项目开发成本为主，变现能力与区域房地产市场景气状况关联偏高。公司盈利主要来源于营业毛利，投资净收益对盈利提供一定补充，2021 年受世联行计提大额信用减值损失影响，净利润出现大额亏损。公司非筹资现金流持续净流出，项目开发、对外投资及债务周转对外部筹资依赖较大。

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 2021 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。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体企业会计准则、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。跟踪期内，公司会计政策发生变更，执行新金融工具准则、新收入准则、新租赁准则等，上述会计政策变化对期初财务报表中资产总额、负债总额和所有者权益的累计影响金额分别为 40.92 亿元、36.41 亿元和 4.52 亿元；同时因退回财政项目资金结余利息，追溯调整以前年度已确认的利息收入，进行了重大前期差错更正。本报告中所使用 2020 年财务数据采用 2021 年审计报告的期初数/上期数。

跟踪期内，该公司合并范围有一定变化。2021 年末，公司纳入合并范围的一级子公司无变化，本期纳入合并范围的主体较上年变动如下：新增无偿划转子公司 1 家，新设投资惠州世佰联等 26 家子公司，通过收购资产增加深圳更赢信息技术有限公司等 16 家，通过非同一控制下合并增加世联普惠及其子公司深圳前海中博供应链管理有限公司，处置子公司深圳世联集房产资产管理有限公司（简称“世联集房”）及其子公司等减少 41 家，注销中山更赢信息技术有限公司等减少 28 家子公司。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围内的一级子公司较 2021 年末无变化，仍为 16 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司负债总额分别为 615.80 亿元和 640.57 亿元，近年主要随着融资规模扩大、项目投入增加但工程款项未及时结算以及世联行纳入公司合并范围等因素影响，公司负债规模总体呈现快速扩张态势。同期末，公司资产负债率分别为 57.56% 和 58.73%，负债经营程度总体呈上升趋势，但仍处于可控水平。同期末，公司长短期债务比分别为 140.36% 和 173.98%，随着中长期借款增长以及债务融资工具的发行，公司负债期限结构进一步拉长。

2021 年末，该公司流动负债余额为 256.20 亿元，较 2020 年末下降 7.43%，主要由应付账款、一年内到期的非流动负债、其他应付款（不含应付利息，下同）、合同负债和应付职工薪酬构成，上述科目占期末流动负债的比重分别为 53.89%、22.49%、8.25%、6.13% 和 3.49%。2021 年末，应付账款余额为 138.08 亿元，主要为应付项目工程款，较 2020 年末下降 3.93%，主要结算部分工程款所致；一年内到期的非流动负债余额为 57.61 亿元，主要为一年内到期的应付债券和长期借款，较 2020 年末增长 84.14%，主要系债务融资工具集中到期所致；其他应付款余额为 21.14 亿元，主要为互联网+业务待付的第三方费用、押金保证金及 BT 项目回购资金等，较 2020 年末下降 44.30%，主要系政府代建工程项目资金清算所致；当期执行新收入准则形成合同负债，余额为 15.72 亿元，主要为预收的一级土地开发市政配套工程款；应付职工薪酬余额为 8.93 亿元，较 2020 年末增长 2.41%。此外，2021 年末，短期借款余额为 7.59 亿元，较 2020 年末下降 64.30%，主要系公司偿还到期借款所致。2022 年 3 月末，公司流动负债余额较 2021 年末下降 8.74% 至 233.80 亿元，其中应付账款余额较 2021 年末下降 11.45% 至 122.27 亿元，主要系支付部分工程款所致，除此之外，公司主要流动负债科目较 2021 年末未发生重大变化。

2021 年末，该公司非流动负债余额为 359.60 亿元，较 2020 年末增长 5.93%，主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成，上述科目占期末非流动负债的比重分别为 59.51%、27.08% 和 6.92%。2021 年末，长期借款余额为 214.00 亿元，主要系用于土地一级开发等项目银行贷款，较 2020 年末增长 36.69%；应付债券余额为 97.39 亿元，主要系公司发行的中期票据、美元债券、香港人民币债券及其应付利息，较 2020 年末下降 1.71%；递延所得税负债余额为 24.87 亿元，主要为土地一级开发项目形成的应纳税暂时性差异¹²，较 2020 年末增长 11.99%。此外，长期应付款余额较 2020 年末减少 20.00 亿元至零，主要系公司提前收购广东粤澳合作发展基金（有限合伙）（简称“粤澳基金”）持有的珠海大横琴科学城开发有限公司（简称“科学城公司”）全部股权¹³；专项应付款余额为 10.20 亿元，较 2020 年末增加 7.70 亿元，主要系收到的代付代建款增加所致；租赁负债余额为 11.76 亿元，系执行新租赁准则确认的相关负债，较 2020 年末下降 68.68%，主要是世联行转让世联集房股权后不再纳入合并范围而减少 20.92 亿元所致。

¹² 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款确认税务收入成本。

¹³ 2018 年，科学城公司收到广东粤澳合作发展基金（有限合伙）（简称“粤澳基金”）20.00 亿元投资款，其中 2013.70 万元用于增加科学城公司注册资本，剩余部分用于增加资本公积，大横琴置业将于 2025 年 9 月 30 日一次性收购粤澳基金持有的全部股权及股权溢价款，股权溢价款按粤澳基金第一期增资资金的 5.6%、其他每期增资基金的 5.7% 的年化利率（单利）计算。

2022年3月末，公司非流动负债较2021年末增长13.12%至406.77亿元，增量主要来自于长期借款和当期发行的债务融资工具。除此之外，公司主要非流动负债科目较2021年末未发生重大变化。

2021年末及2022年3月末，该公司刚性债务余额分别为376.75亿元和422.92亿元，占负债总额的比重分别为61.18%和66.02%，公司刚性债务规模持续扩张。同期末，股东权益与刚性债务比率分别为120.50%和106.42%，股东权益对刚性债务的保障程度尚可。从期限结构看，公司刚性债务以长期债务为主，2021年末及2022年3月末，中长期刚性债务余额分别为311.40亿元和358.83亿元，占刚性债务的比重分别为82.65%和84.45%；短期刚性债务余额分别为65.35亿元和64.09亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为188.79%和185.24%，随着债务规模的扩张，货币资金对即期债务的保障程度下降，但仍处于高水平。

该公司刚性债务主要由金融机构借款和应付债券构成。公司金融机构借款主要是银行贷款，也存在部分华泰资管、平安资管等非银借款，2021年末余额为245.50亿元，占刚性债务总额的比重为65.16%，其中短期借款7.59亿元，长期借款（含一年内到期）为237.91亿元；融资成本方面，公司长期借款利率在0.4%-5.45%，且绝大部分均在5%以下；从借款方式看，公司金融机构借款以保证和信用借款为主，同期末二者占借款的比例分别为63.5%和28.4%。2022年以来公司新增部分长期借款，至3月末公司金融机构借款余额为287.28亿元，占刚性债务余额的比重为67.93%。

截至2022年5月末，该公司存续境内债券本金余额合计为115.00亿元，公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。此外，公司2019年11月发行了一期美元债券，发行规模4.50亿美元，最新票息3.80%，期限3年。公司存续境内债券情况详见图表1。

截至2022年3月末，该公司对外担保余额为22.29亿元，担保比率为4.95%，包含对珠海中冶基础设施建设投资有限公司6.23亿元、珠海市粤华园林绿化建设管理有限公司0.06亿元和琴发实业16.00亿元借款担保，公司对外担保风险可控。

（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。2021年和2022年第一季度，公司营业收入现金率分别为94.56%和107.64%，2021年该指标较2020年增加9.22个百分点，主要系近年收入结构调整以及主业回款改善因素等所致。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-39.53亿元和-21.25亿元，呈现净流出状态，主要系支付竞拍项目用地土地款及房地产项目工程款项规模较大所致。

该公司投资环节现金流主要反映公司产业投资情况。2021年和2022年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-21.14亿元和-26.07亿元，2021年大额净流出主要系对集创北方追加投资、新增股权投资基金投资等股权投资支出15.18亿元以及支付关联方借款5.35亿元。

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金融机构借款、发债等，2021年和2022年第一季度公司筹资活动产生的现金流量净额分别为34.00

亿元和 42.64 亿元，2022 年第一季度净流入规模较大主要系当期加大融资力度所致；同期，吸收投资收到的现金分别为 8.64 亿元和 30.00 万元，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 主要来自列入财务费用的利息支出，同时近年受利润总额影响出现较大波动，2021 年为 15.36 亿元，同比下降 20.17%。目前，公司 EBITDA 对利息支出的保障程度尚可，但公司非筹资性现金流呈现净流出状态，无法为债务偿付提供保障。

图表 13. 2019-2021 年公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.21	1.29	0.81
EBITDA/刚性债务(倍)	0.06	0.07	0.04
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	-39.22	-30.88	-14.83
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-41.36	-26.06	-11.23
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-47.61	-45.20	-22.77
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-50.22	-38.14	-17.24

资料来源：大横琴公司

(3) 资产质量分析

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 453.99 亿元和 450.09 亿元，跟踪期内总体保持稳定。同期末，公司实收资本均为 1.00 亿元，资本公积均为 365.84 亿元。公司资本公积主要由划拨土地、建设项目投资拨款、划入股权和联营企业注资款等构成，2021 年末资本公积较 2020 年末增长 2.44%，主要系收到城市新中心保障房项目一二期注资款 4 亿元以及收购泰禾在建项目专项注资款 4 亿元所致。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重分别为 80.80% 和 81.50%，稳定性较好。

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司资产总额分别为 1069.80 亿元和 1090.67 亿元，资产规模呈扩张态势。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 77.33% 和 75.55%。2021 年末，公司流动资产余额为 827.28 亿元，较 2020 年末略降 1.42%，主要由存货、货币资金、应收账款、其他应收款、预付款项和其他流动资产构成。其中，存货余额为 594.64 亿元，主要是房地产项目开发成本和土地开发成本，较 2020 年末增长 6.13%，主要系房地产开发项目投入增加所致；货币资金余额为 123.36 亿元，较 2020 年末下降 18.85%，其中受限货币资金 1.22 亿元；应收账款余额为 36.20 亿元，较 2020 年末略增 0.45%，仍主要是世联行应收代理服务费以及应收珠海市横琴新区管理委员会财政局土地一级开发款（期末余额 16.65 亿元），当期世联行对恒大集团及其关联公司的应收账款计提减值损失 6.47 亿元。其他应收款余额 27.79 亿元，较 2020 年末增长 5.32%，仍主要是关联方往来款、世联行相应的押金、保证金、信贷资产转让款等。其他流动资产余额 11.45 亿元，较 2020 年末下降 18.23%，主要由抵扣进项税额及预缴税金构成。此外，贷款余额较 2020 年末下降 55.34% 至 8.56 亿元，主要是世联行下属深圳市世联小额贷款有限公司（简称“世联小贷”）因贷款客户无法还款等计提贷款减值损失 5.42 亿元所致；应收票据余额较 2020 年末减少 5.63 亿元至 1.36 亿元，主要是世联行因恒大商票逾期未兑付计提大额信用损失所致。2022 年 3 月末，公司流动资产

较 2021 年末略降 0.40% 至 823.96 亿元，主要系货币资金余额较 2021 年末下降 3.77% 至 118.72 亿元所致。除此之外，公司主要流动资产科目较 2021 年末未发生重大变化。

2021 年末，该公司非流动资产余额为 242.52 亿元，较 2020 年末增长 4.85%，主要由长期股权投资、其他非流动金融资产、投资性房地产和其他非流动资产构成。其中，长期股权投资余额为 75.49 亿元，主要为对和谐保险、粤澳中医药园公司、琴发投资等企业的投资，较 2020 年末增长 15.91%，主要系新增对深圳市红土岳川股权投资基金合伙企业（有限合伙）等投资，以及对和谐保险等单位投资权益法下确认投资收益所致；其他非流动金融资产余额为 42.39 亿元，主要为对集创北方等的权益投资，较 2020 年末增加 22.50 亿元，主要系对集创北方追加投资以及新增对厦门清科和清一号投资合伙企业（有限合伙）等股权投资基金投资所致；投资性房地产余额为 41.37 亿元，主要为房屋和土地使用权，较 2020 年末增长 3.40%，主要是从固定资产及无形资产转入所致；其他非流动资产余额为 24.77 亿元，主要为横琴新区管委会划入的土地资产和待划转的政府工程，较 2020 年末略降 0.86%。此外，使用权资产余额为 11.13 亿元，较 2020 年末下降 67.02%，主要是世联行转让世联集房股权后不再纳入合并而减少 17.87 亿元所致。2022 年 3 月末，公司非流动资产较 2021 年末增长 9.98% 至 266.71 亿元，增量来自长期股权投资和其他非流动金融资产。除此之外，公司主要非流动资产科目较 2021 年末未发生重大变化。

（4）流动性/短期因素

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 322.90% 和 352.41%；现金比率分别为 48.15% 和 50.78%，由于公司资产中以开发成本为主的存货占比较高，公司实际流动性弱于账面指标表现。同期末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 188.79% 和 185.24%，货币资金对即期债务偿付的保障程度高。

图表 14. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	385.26	303.21	322.90	352.41
现金比率（%）	96.19	54.95	48.15	50.78
短期刚性债务现金覆盖率（%）	671.50	295.12	188.79	185.24

资料来源：大横琴公司

截至 2022 年 3 月末，该公司受限资产账面价值为 39.26 亿元，主要为借款抵押的存货 24.14 亿元。期末受限资产余额占总资产的比重为 3.60%，占净资产的比重为 8.72%，公司受限资产规模小。

图表 15. 截至 2022 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限原因
货币资金	0.63	土地复垦费共管账户
应收账款	0.02	借款质押
存货	24.14	借款抵押
固定资产	0.52	借款抵押
在建工程	5.77	借款抵押
无形资产	1.95	借款抵押
其他非流动资产	6.23	对外担保抵押
合计	39.26	--

资料来源：大横琴公司

3. 公司盈利能力

2021年，该公司实现营业收入82.19亿元，较2020年大幅增长52.57%，主要系世联行相关收入及房地产销售收入增长所致。同期，公司实现营业毛利12.15亿元，较2020年下降34.89%，主要系土地一级开发业务毛利大幅下滑所致。2021年世联行业务和房地产销售成为当年营业毛利的两大来源，贡献率分别为73.52%和29.34%。同期，公司综合毛利率为14.79%，较2020年下滑19.86个百分点，主要系土地一级开发业务收入规模及利润率均大幅下降所致。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2021年期间费用为18.31亿元，期间费用率为22.28%，期间费用对公司盈利形成一定侵蚀。

该公司盈利主要来源于营业毛利，投资净收益和财政补贴对公司盈利提供一定补充。2021年，公司实现净利润-7.57亿元，大额亏损主要系当期世联行因恒大集团债务危机、小贷客户还款能力下降等因素计提大额信用损失16.01亿元所致。同期，公司投资净收益为5.95亿元，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；公司获得政府补贴1.32亿元。2021年，公司总资产报酬率为0.80%，净资产收益率为-1.67%，资产获利能力弱。

2022年第一季度，该公司未实现土地一级开发收入，当期营业收入为12.76亿元，主要来自世联行相关业务，房地产销售、租赁及物业管理和市政管养及隧道管养业务合计收入占比为19.87%。当期，营业毛利为1.38亿元，综合毛利率为10.81%。2022年第一季度，公司期间费用为4.75亿元，期间费用率为36.11%。2022年第一季度，公司净利润为-3.90亿元，主要是受当期期间费用拖累。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍作为横琴“城市运营商+产业发展商”，承担横琴部分土地一级开发、市政基础设施建设、公共资源运营等，同时开展房地产开发、租赁及物业管理等。2021年主要在世联行相关业务收入大幅增长带动下，公司营业收入保持增长。公司资本实力保持稳定，负债经营程度尚且可控，刚性债务继续增长，债务期限结构保持长期化，且存量货币资金充裕，即期债务偿付能力强。

2. 外部支持因素

该公司业务地位突出，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2022年3月末，公司合并口径获得银行授信总额为964.93亿元，尚未使用的授信额度为714.77亿元。

跟踪评级结论

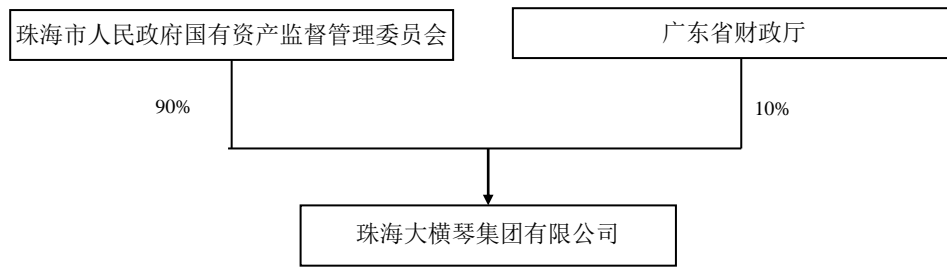
跟踪期内，该公司股权结构发生变动，珠海市国资委和广东省财政厅分别持有 90% 和 10% 股权，实际控制人为珠海市国资委，此外，公司内部管理制度、组织架构等方面有所调整。

跟踪期内，该公司仍作为横琴“城市运营商+产业发展商”，承担横琴部分土地一级开发、市政基础设施建设、公共资源运营等，同时开展房地产开发、租赁及物业管理等。2021 年主要在世联行相关业务收入大幅增长带动下，公司营业收入保持增长，但土地一级开发收入受政府供地计划影响出现大幅下降，且未来亦存在不确定性。公司已完工商业地产项目主要通过租售回笼资金，回收期较长，且受区域招商及房地产市场景气度影响较大；在建房地产开发项目则存在很大的资本性支出压力。此外，公司对外投资规模持续攀升，相应投资回收情况需关注。

跟踪期内，该公司负债经营程度尚且可控，刚性债务继续增长，债务期限结构保持长期化，且存量货币资金充裕，即期债务偿付能力强。公司资产中存货规模较大，且以土地开发项目、房地产项目开发成本为主，变现能力与区域房地产市场景气状况关联偏高。公司盈利主要来源于营业毛利，投资净收益对盈利提供一定补充，2021 年受世联行计提大额信用减值损失影响，净利润出现大额亏损。公司非筹资现金流持续净流出，项目开发、对外投资及债务周转对外部筹资依赖较大。

附录一：

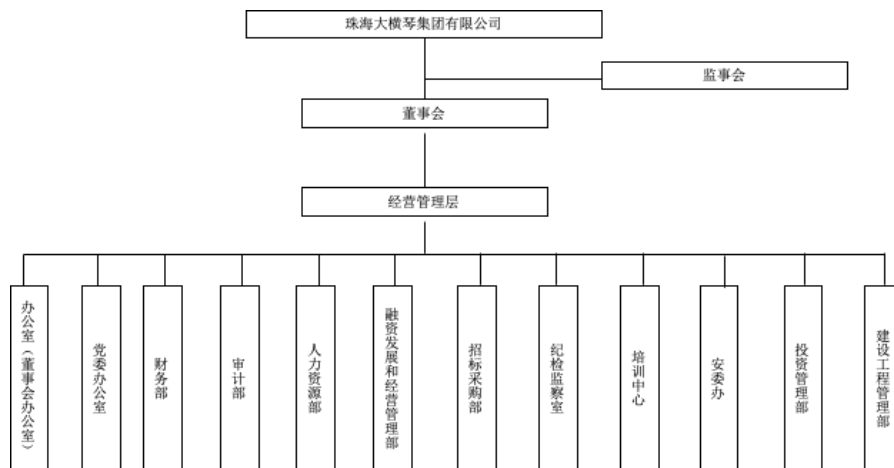
公司股权结构图



注：根据大横琴公司提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021年（末）主要财务数据（亿元）					备 注
全 称	简 称			刚性债务余额 ¹⁴	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
珠海大横琴集团有限公司	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	212.58	393.83	0.14	-0.76	-14.58	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	22.64	34.77	5.00	-0.56	-4.72	合并口径
珠海大横琴口岸实业有限公司	口岸公司	100.00	项目投资及投资管理	43.89	66.11	0.42	-2.70	-17.24	--
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	177.66	215.32	8.87	9.71	-18.95	合并口径
珠海大横琴城市公共资源经营管理 有限公司	城资公司	60.00	物业管理、市政管养、户外广告、公共停车场、公共管廊等	0.00	1.84	5.70	0.32	-0.05	合并口径
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	9.14	12.23	7.98	1.75	0.92	--
深圳世联行集团股份有限公司	世联行	15.94	房地产咨询、代理、经纪等	9.84	37.76	60.83	-11.28	10.51	合并口径

资料来源：大横琴公司

¹⁴ 表中子公司刚性债务包括股东借款，故合计加总大于该公司合并口径刚性债务余额。

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额[亿元]	813.42	1,070.46	1,069.80	1,090.67
货币资金[亿元]	182.29	152.01	123.36	118.72
刚性债务[亿元]	225.51	327.18	376.75	422.92
所有者权益[亿元]	401.83	454.25	453.99	450.09
营业收入[亿元]	35.05	53.87	82.19	12.76
净利润 [亿元]	2.55	4.85	-7.57	-3.90
EBITDA[亿元]	9.78	19.24	15.36	—
经营性现金净流入量[亿元]	-67.57	-72.01	-39.53	-21.25
投资性现金净流入量[亿元]	-14.46	-33.40	-21.14	-26.07
资产负债率[%]	50.60	57.57	57.56	58.73
长短期债务比[%]	117.06	122.66	140.36	173.98
权益资本与刚性债务比率[%]	178.18	138.84	120.50	106.42
流动比率[%]	385.26	303.21	322.90	352.41
速动比率[%]	118.94	92.95	82.58	87.99
现金比率[%]	96.19	54.95	48.15	50.78
短期刚性债务现金覆盖率[%]	671.50	295.12	188.79	185.24
利息保障倍数[倍]	1.08	1.12	0.45	—
有形净值债务率[%]	105.25	140.82	139.33	146.15
担保比率[%]	6.26	2.64	4.91	4.95
毛利率[%]	30.95	34.65	14.79	10.81
营业利润率[%]	16.24	16.84	-5.77	-29.61
总资产报酬率[%]	1.20	1.77	0.80	—
净资产收益率[%]	0.66	1.13	-1.67	—
净资产收益率*[%]	0.62	0.76	0.36	—
营业收入现金率[%]	44.13	85.34	94.56	107.64
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-39.22	-30.88	-14.83	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-41.36	-26.06	-11.23	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-47.61	-45.20	-22.77	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-50.22	-38.14	-17.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.21	1.29	0.81	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.07	0.04	—

注：表中数据依据大横琴公司经审计的 2019-2021 年度财务数据及未经审计的 2022 年第一季度的财务数据整理、计算。其中，2020 年数据采用 2021 年审计报告的期初数/上期数。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	5
		盈利能力	9
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	2
		流动性	1
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		3
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2016年08月19日	AA+/稳定	张雪宜、康芳华	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果变化	2018年07月26日	AAA/稳定	王静茹、武洪艺	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年08月13日	AAA/稳定	陈威宇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015）	报告链接
	本次评级	2022年06月29日	AAA/稳定	王静茹、李星星	公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	--
18 大横琴 MTN002	历史首次评级	2018年11月23日	AAA	王静茹、武洪艺	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年07月29日	AAA	陈威宇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015）	报告链接
	本次评级	2022年06月29日	AAA	王静茹、李星星	公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	--
19 大横琴 MTN001	历史首次评级	2019年7月15日	AAA	王静茹、武洪艺	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年07月29日	AAA	陈威宇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015）	报告链接
	本次评级	2022年06月29日	AAA	王静茹、李星星	公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	--
20 大横琴 MTN001	历史首次评级	2020年3月17日	AAA	王静茹、陈威宇	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年07月29日	AAA	陈威宇、吴梦琦		报告链接
	本次评级	2022年06月29日	AAA	王静茹、李星星		--
21 大横琴 MTN001	历史首次评级	2021年08月19日	AAA	陈威宇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年06月29日	AAA	王静茹、李星星		--
22 大横琴债 01	历史首次评级	2021年11月08日	AAA	王静茹、吴梦琦	公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年06月29日	AAA	王静茹、李星星		--
22 大横琴债 02	历史首次评级	2021年11月08日	AAA	王静茹、吴梦琦	公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年06月29日	AAA	王静茹、李星星		--

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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%
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%
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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	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%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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]
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

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

附录八：

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

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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尽职调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。