

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与发行主体不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本评级机构评级委员会委员及评级人员不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。若存在利害关系的，应当予以说明。

为出具本信用评级报告，本评级机构及评级人员根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，对涉及本次评级的有关事实和资料进行了审查，查阅了本评级机构认为必须查阅的文件。本信用评级报告的结论是本评级机构及评级人员在履行法定职责和尽职调查的基础上，遵循勤勉尽责和诚实信用原则，依据本评级机构信用评级标准和工作程序做出的独立判断。本评级报告书中对被评级对象的有关会计报告、审计报告中某些数据和结论的引述，并不意味本评级机构对这些数据、结论的真实性和准确性作出任何明示或默示保证。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级的有效期与被评债券的有效存续期一致。同时，本评级机构已对被评债券的跟踪评级事项做出了明确安排，并有

权在被评债券有效存续期间依据发行主体各方面情况的变化对被评债券偿付能力及违约风险所产生的影响变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本评级报告书作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

在本评级机构的核查验证过程中，本评级机构得到被评级对象董事会如下保证，即已经提供了本评级机构认为出具本评级报告所必需的、真实的原始书面材料、副本材料或口头证言；有关副本材料或者复印件与原件一致。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：



珠海华发实业股份有限公司

2009 年 18 亿元公司债券跟踪信用评级报告

跟踪评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：80 个月

债券剩余规模：18 亿元

评级日期：2011 年 4 月 11 日

上次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：92 个月

债券剩余规模：18 亿元

评级日期：2010 年 4 月 7 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”或“公司”）2009年11月11日上市的公司债券的2011年跟踪评级结果维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项 目	2010 年	2009 年	2008 年
总资产（亿元）	203.26	174.64	135.29
归属于母公司所有者权益（亿元）	57.62	50.94	45.01
资产负债率	67.78%	68.34%	64.49%
流动比率	2.36	2.55	2.13
速动比率	0.68	0.87	0.35
营业收入（亿元）	58.75	40.07	34.79
营业利润（亿元）	10.16	8.60	7.67
利润总额（亿元）	10.12	8.65	7.69
EBITDA（亿元）	10.29	9.00	8.07
经营活动现金流净额（亿元）	31.26	18.15	4.36
综合毛利率	33.19%	38.35%	37.61%
总资产报酬率	5.49%	5.61%	6.59%

资料来源：公司公告

基本观点：

- 公司为珠海地区房地产龙头企业，2010 年公司房地产销售业绩实现快速增长；
- 土地储备充足，能满足公司未来 3-5 年开发所需，项目具有良好的持续性；
- 公司加大了异地房地产市场扩张力度，异地项目进展状况良好，并且公司开始涉足商业地产，有利于提高公司抵御经营风险的能力，增强经营的稳定性和持续性；
- 公司债务结构合理，资金回笼情况良好，债务偿还有保障。

关注：

- 2010 年房地产价格涨幅过大，近期国家对房地产行业政策调控力度逐渐加大，市场短期前景不明朗。

分析师

姓名：岳大攀 贺亮明

电话：0755-82872737

邮箱：yuedp@pyrating.cn

一、募集资金使用情况

公司于2009年11月11日上市的18亿元人民币公司债券，扣除发行费用后实际募集资金17.68亿元，募集资金用途用于偿还银行贷款及补充公司流动资金。公司已用募集资金归还银行贷款5亿元，剩余资金已全部用于补充流动资金。

二、运营环境

近年房地产行业处于过热状态，跟踪期内国家陆续出台了多项调控政策且力度不断加大，行业短期发展局势不明朗

近年我国房地产行业已经出现过热状态，为使房地产行业平衡稳定的发展，2010年国家从土地、信贷、住房结构等多方面对房地产市场进行调控（见表1）。

2010年，全国房地产开发投资48,267亿元，增长33.2%，增速比2009年提高17.1个百分点；2010年商品房销售面积10.43亿平方米，增长10.1%，增幅比2009年回落33.5个百分点；商品房销售额5.25万亿元，增长18.3%，比2009年回落58.6个百分点；70个大中城市新建住宅销售价格同比上涨7.6%，二手住宅销售价格同比上涨5.0%。

从市场反应情况来看，2010年多项调控政策出台之后，抑制了部分需求的释放，全国商品房成交面积同比增速下降明显，但成交价格依然持续上涨，尤其一、二线城市更是快速上涨。因此，为抑止房价不合理上涨，2011年1月国务院出台了有史以来最严厉的房地产调控政策即《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，包括限购、限贷等调控措施进一步深化，加大保障房尤其是公共租赁住房的建设力度等。根据世联地产研究报告显示，2011年2月份各地新房成交面积大幅下降，成交价格却基本保持平稳。

短期看，受国家调控政策的影响，我国房地产市场成交面积增速放缓，但价格维持高位运行，如果现有调控政策仍无法为房地产市场降温，不排除国家进一步出台更严厉的调控政策，因此未来一段时间我国房地产发展局势不明朗。

表1 2010年至今政府对房地产行业主要调控政策

日期	颁布单位	主要内容
2010.1.21	国土部	经适房、廉租房和中低价位、中小套型普通商品用地占住宅用地的比例不得低于70%。
2010.4.14	国务院	购买首套且套型建筑面积在90平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于30%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。
2010.4.15	国土部	公布各地住房供地计划，确保保障房、棚改房和自住性中小套型普通商品房用地优先供应，确保三类房供地不低于70%。
2010.4.17	国务院	商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张地区，商业银行可暂停发放购买第三套及以上住房贷款。

		上住房贷款；不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010.6.8	住建部等	对公共租赁住房建设，从规划、房源筹集、政策支持、监督管理等方面做出规定。
2010.9.29	央行、银监会	在房价过高、上涨过快、供应紧张的城市，要在一定时间内限定居民家庭购房套数；暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款；对贷款购买商品住房，首付款比例调整到 30% 及以上。
2010.11.3	住建部、财政部等	第二套房公积金贷款利率不得低于同期首套房公积金个人住房贷款利率的 1.1 倍，首付款比例不得低于 50%，停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款。
2011.1.26	国务院	要求地方政府确定本地区年度新建住房价格控制目标；加大保障性安居工程建设力度；强化差别化住房信贷政策，对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍；要从严制定和执行住房限购措施等

资料来源：公开资料

2010 年至今珠海市房地产开发投资持续增长但增速放缓，成交价格涨幅较大，成交面积则有所下降

根据珠海市统计信息网数据，2010 年珠海市房地产开发投资额 175.51 亿元，同比增长 6.6%；2010 年全市商品房平均销售价格达到 10,693 元/平方米，同比增长达到 42.9%；商品房销售面积有所下降，全年商品房销售面积 257.37 万平方米，同比下降 8.2%，但由于价格增长幅度较大，全年销售额有所增长，达到 275.21 亿元，同比增长 31.1%。

2011 年 1-2 月份，房地产开发投资额 18.14 亿元，同比增长 12.0%；商品房销售面积 26.92 万平方米，同比下降 19.6%；商品房销售额 35.31 亿元，同比下降 2.3%，全市商品房平均销售价格达到 13,117 元/平方米，同比增长达到 21.3%。

综上，受国家对房地产市场的调控影响，珠海市房地产开发投资增速放缓，成交面积持续下降，但成交价格依然涨幅较大。

短期内珠海市房地产市场受调控影响发展不明朗，但受益于城市规划、基础设施建设等利好因素，珠海房地产市场的发展前景看好

国家发改委公布的《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008-2020 年）》提出要加强珠三角与港澳更紧密的合作，珠海凭借毗邻港澳的天然区位优势，被定位为珠江西部经济发展的核心城市和交通枢纽，这为珠海市房地产业发展提供良好的机遇。另外，国务院批复了《横琴总体发展规划》，横琴的开发建设将推动珠海市整体经济迈向一个新的台阶，珠海市的房地产市场将从中受益。

除城市规划利好外，珠海市加大了基础设施建设的力度，同样对当地房地产市场构成利好。港珠澳大桥项目、广珠铁路、双港高速、广珠城轨、珠海港、S272 国家一级公路改建工程等重大项目的建设为珠海市成为一个开放性城市打下坚实的基础，必将刺激周边地区的珠海置业需求，为珠海房市辐射面扩容提供支持。

整体而言，虽然近期出台的相关政策对珠海市场的影响仍不明朗，但是随着近年关于珠海

城市规划、基础设施建设的诸多利好因素，珠三角经济一体化进程的加快，珠海房地产市场的发展前景仍然看好。

三、经营与竞争

作为珠海地区地产公司龙头，公司2010年房地产销售业绩大幅增长

公司主要从事房地产的开发和销售，产品结构以住宅为主。2010 年公司实现房地产开发收入 55.77 亿元，其中 94%以上的销售收入来源于珠海地区。从公司项目的区域分布来看，珠海为其房地产项目的主要集中地。

2010年公司结转的销售收入主要来自于华发新城五期。华发新城五期位于华发新城西地块，由华发股份全资子公司华纳投资、华融投资开发。项目用地面积 18.15 万平方米，地上建筑面积 40.11 万平方米，地下建筑面积 10.39 万平方米，总建筑面积 50.50 万平方米，容积率不超过 2.21，建筑密度 17.80%，绿化率 40%，目前已基本销售完毕。

表 2 最近三年公司房地产销售收入地区分布

（单位：亿元）

地区	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
珠海	52.56	94.24%	34.18	87.29%	33.71	96.87%
中山	3.16	5.67%	4.42	11.29%	1.09	3.13%
包头	0.05	0.09%	0.56	1.42%		
合计	55.77	100.00%	39.16	100.00%	34.79	100.00%

资料来源：公司年报

2010年公司房地产合同预售面积51.47万平方米、预售金额73.04亿元，分别较去年同期增长12.70%和49.40%。预售项目主要为华发世纪城四期、华发水郡二期、包头（一期）项目，预售情况较理想。其中华发世纪城四期项目预售款占总预售款的75%以上。华发世纪城四期位于世纪城的中部及西部，用地面积15.26万平方米，建筑面积38.04万平方米，容积率不超过2.35，建筑密度12%，绿化率39%，平均售价达1.5万元/平方米，在珠海地区属于受欢迎住宅。

表3 2005-2010公司主要业务指标

年份	新开工面积 (万平方米)	在建面积(万 平方米)	竣工面积(万 平方米)	预售面积(万 平方米)	预售金额(亿 元)
2010年	115.83	156.04	48.89	51.47	73.04
2009年	52.33	131.41	40.18	45.67	48.89
2008年	11.12	126.28	22.73	20.7	21.11
2007年	108.21	90.93	35.56	41.85	51.84
2006年	32.27	75.61	19.42	28.5	19.14

2005年	40.62	67.24	8.47	17.67	10.22
-------	-------	-------	------	-------	-------

资料来源：公司提供

公司在售及在建项目较多，未来销售和业绩可以得到保证

截至2010年底，公司主要的在售项目共有6个，在售项目总建筑面积90.91万平方米，已售面积50.78万平方米，还有约40.13万平方米的面积可供出售，如按当前价格完成销售，预计剩余面积销售可实现收入约39亿元。

公司大连（一期）项目地处辽宁省大连市旅顺口区经济开发区中南部，位于兴发路以东、金昌路以南，距离大连市区约50公里。项目北面临近以船舶制造、船舶配套和重大装备制造业为主的工业园区以及大学园区，北面和西面为交通大学两个校区，距离渤海月亮湾沙滩及世界和平公园约800米。根据政府规划，地块周边生活配套将逐步完善，包括中心医院、商业中心。未来随着轻轨开通、企业进驻、生活配套的完善，片区发展潜力较大。

包头（一期）项目位于包头市昆都仑区稀土开发区阿尔丁大街与黄河大街交汇处西北角，北邻富林路，西邻沼潭西路，属于包头市的核心地段，周边配套设施完善，临近包头市火车站，昆都仑区政府等，交通便利，地段较成熟。该项目占地面积6.24万平方米，建筑面积为14.89万平方米，容积率为2.4，目前已售8.31万平方米，销售进度为55.81%，销售情况良好。

考虑到公司丰富的开发和销售经验，目前在售楼盘地理位置相对较好，项目毛利率水平较高，预计公司未来收入和盈利水平可以得到保证。

表 4 截至 2010 年底公司在售项目情况统计

项目名称	开工时间/ 竣工时间	持有项目 公司权益	投资总额（亿元）	已投资额（亿元）	占地面积（万平方米）	建筑面积（万平方米）	已售面积（万平方米）	均价（元/平方米）
世纪城四期	2009年2月 /2012年12月	100%	27.42	15.36	15.26	38.04	33.90	15,040.17
大连（一期）	2010年10月 /2012年12月	80%	16.29	5.24	13.00	25.62	3.33	7,157.45
包头（一期）	2010年4月 /2012年10月	100%	11.31	3.06	6.24	14.89	8.31	7,780.47
生态园二期B区	2006年6月 /2009年6月	100%	1.90	1.21	6.68	1.81	0.11	22,808.00
生态园二期二阶段	2009年12月 /2011年12月	100%	4.03	1.75	11.05	5.17	0.13	15,901.00
斗门水郡二期A区	2009年10月 /2011年8月	50%	4.69	1.96	13.14	5.39	4.99	14,299.84
合计			65.65	28.58	65.37	90.91	50.78	

资料来源：公司提供

截至2010年底，公司2个主要在建项目分别为华发新城六期和华发蔚蓝堡。

华发新城六期位于珠海南屏前山河南岸，为国有出让土地，占地面积 171,842.20 平方米，建筑面积 341,522.89 平方米，预计投资额为 39 亿元，已投资 13.05 亿元。华发蔚蓝堡项目位于珠海市唐家淇澳大桥桥头东边、情侣北路南侧，为国有出让土地，占地面积 244,051.61 平方米，建筑面积 318,154.39 平方米，预计投资额为 27 亿元，已投资 5.19 亿元。华发新城六期和华发蔚蓝堡项目预计均在 2013 年 12 月竣工，保证了公司项目销售较好的延续性。

表 5 截至 2010 年底公司在建项目情况统计

项目名称	开工时间/预计竣工时间	预计投资总额(万元)	已投资额(万元)	占地面积(平方米)	地上建筑面积(含架空层)(平方米)
华发新城六期	2010 年 11 月 / 2013 年 12 月	390,000.00	130,488.15	171,842.20	341,522.89
华发蔚蓝堡	2010 年 9 月 / 2013 年 12 月	270,000.00	51,931.97	244,051.61	318,154.39

资料来源：公司提供

公司以珠海房地产市场为立足点、加快了异地扩张步伐，并开始涉足商业地产以提升经营的稳定性和持续性

2008年，公司在包头获得项目标志着公司开始走出珠海、中山地区房地产市场。2009年，公司加快了以珠海为基础、布局国内省会及省中心城市的异地扩张步伐，相继在广西南宁，辽宁沈阳、大连，内蒙古包头等地增加项目储备用地。截至2010年底，公司在各地土地储备面积 282.40 万平方米，规划总建筑面积 495.76 万平方米。公司通过股权收购等方式获得较多土地，目前土地储备的楼面土地均价约为 1,900 元/平方米，成本相对较低。

公司在南宁、大连、包头和沈阳等异地土地储备面积总计 62.67 万平方米，占总土地储备面积的 22.19%，其中大连和包头的一期项目已经开始销售并结转收入，截至 2010 年底，大连和包头项目分别还有土地储备 177,145.57 和 105,641.36 平方米。

南宁柳沙半岛项目位于南宁市英华路南面、青环路北面、柳沙东面，总用地面积为 151,441.38 平方米，用途为居住和商业用地。公司于 2009 年 12 月以 247,000 万元的价格通过公开拍卖竞得，该项目用地包含两地块，其中 A 地块用地面积 94,421.29 平方米，容积率 3.0；B 地块用地面积 57,020.08 平方米，容积率 2.4。

沈阳国际商务区项目位于沈阳浑南新区，拥有土地储备 192,432.10 平方米，其用地性质为混合住宅，共 4 块土地，平均容积率 5.5，公司于 2010 年 1 月经公开竞拍挂牌出让土地取得。

公司异地扩张取得一定成果。综合来看，公司项目布局合理、成本较低，为公司未来 3-5 年的持续稳健发展和业绩增长奠定了坚实的基础。

表6 截至2010年底公司土地储备明细

地区	项目名称	占地面积 (平方米)	计入容积率 建筑面积 (平方米)	土地 取得 方式	获取时间	土地获取 成本/已支 付金额 (万元)	直接和间 接持有权 益比例
珠海	华发水郡（扣除一期/二期 A 区 B 区）	766,632.63	306,653.05	股权	2007 年	29,885.82	50%
珠海	斗门黄杨大道地块	261,039.55	391,559.33	购买	2010 年 6 月	94,605.46	50%
珠海	四季名苑	95,483.00	265,953.00	股权	2008 年	45,855.38	100%
珠海	美景山庄体育用地	13,949.40	13,949.40	-	-	-	100%
珠海	华发山庄	213,913.53	213,913.53	购买	2008 年 7 月	162,000.00	100%
珠海	峰景名苑	31,959.66	34,142.43	股权	2008 年	2,014.22	100%
中山	中山华发山庄	444,493.30	666,739.95	股权	2009 年 9 月	108,295.21	100%
中山	中山华发广场	27,300.00	213,000.00	股权	2009 年 1 月	39,723.00	100%
中山	中山华发生态庄园（扣除一二期）	342,552.80	513,424.20	股权	2004 年	22,252.50	100%
南宁	南宁	151,441.38	420,112.06	购买	2009 年 12 月	247,000.00	100%
大连	大连华藤（扣除一期）	35,552.71	231,429.38	股权	2008 年 10 月	18,014.61	80%
大连	大连华枫	141,592.86	254,998.00	购买	2010 年 12 月	31,150.43*	80%
包头	包头（扣除一期）	105,641.36	367,851.42	股权	2008 年	22,803.73	100%
沈阳	沈阳	192,432.10	1,063,919.57	购买	2010 年 1 月	111,145.47	100%
合计		2,823,984.27	4,957,645.32			934,745.83	

注：*表示土地款尚未付完

资料来源：公司提供

2010年，公司华发·商都（华发新城六期商业项目）项目破土动工，总建筑面积达10万平方米。建成后将成为珠海规模最大，档次规格最高、功能最齐全的商业中心。华发·商都的建设是公司进入商业地产的标志，它的运营将使公司从纯粹的住宅开发商向房地产综合运营开发商转变，从而有利于提高公司抵御经营风险的能力，增强经营的稳定性和持续性。公司计划今后在适当的时机逐步增加商业性地产和持有性物业的比重。

公司坚持在省会及省中心城市以合理的价格进行土地储备，在开发模式上复制“华发新城”的模式，即在城乡结合部，分期滚动开发。由于公司在异地拿地的项目多具有土地成本合理、项目地理位置较好和开发模式成熟的相对优势，并且结合公司的历史拿地经验，我们认为公司在珠海地区之外的项目风险较小，未来能够给公司带来良好的收益。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经天健正信会计师事务所（原天健光华（北京）会计师事务所有限公司、天健华证中洲（北京）会计师事务所有限公司）审计并出具的标准无保留意见的 2008-2010 年度财务报告。

2010 年公司纳入合并报表范围子公司包括本部共计 44 家，较 2009 年增加 8 家。新增 8 家子公司分别为沈阳华纳置业有限公司、沈阳华耀置业有限公司、辽宁华发投资有限公司、重庆华发投资有限公司、重庆中誉房地产开发有限公司、武汉华发置业有限公司、成都华发投资有限公司、大连华枫房地产开发有限公司等 8 家新设公司。

资产结构与质量

公司资产规模稳定增长，资产结构合理，整体资产质量较高

公司资产规模稳定增长，截至 2010 年 12 月 31 日，公司资产总额为 2,032,627.70 万元，较去年同期增长 16.39%。从资产构成看，截至 2010 年 12 月 31 日，流动资产占资产总额的比例为 97.24%。

公司流动资产合计 1,976,561.95 万元，从结构上看，存货、预付款项和货币资金是流动资产的主要构成项目。

公司货币资金占总资产比例连续三年均保持上升趋势，货币资金较为充足。公司预付款主要内容是预付地价款和竞投土地保证金。公司 2009 年 12 月 3 日公开拍得珠国土储 2009-06、07 等二宗地块，公司已支付全部土地出让金，由于不符合项目开发条件，未能按规定如期交付该等土地。目前该二宗土地仍处于“三通”阶段。2010 年公司预付地价款转出使得预付账款同比减少 52.36%。

表7 公司2008-2010年资产构成

（单位：万元）

项目	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
流动资产	1,976,561.95	97.24%	1,703,200.50	97.52%	1,140,273.70	84.28%
货币资金	430,093.29	21.16%	290,753.57	16.65%	185,203.93	13.69%
预付账款	127,708.00	6.28%	268,084.87	15.35%	723.20	0.05%
存货	1,409,457.59	69.34%	1,125,124.39	64.42%	950,901.33	70.28%
非流动资产	56,065.75	2.76%	43,242.55	2.48%	212,674.66	15.72%

无形资产	6,206.80	0.31%	2,824.79	0.16%	202,001.38	14.93%
总资产	2,032,627.70	100.00%	1,746,443.05	100.00%	1,352,948.36	100.00%

资料来源：公司公告

公司存货主要由开发成本、开发产品等构成，2010年新土地的获取和楼盘的开发使得存货同比增加 25.27%。截至 2010 年 12 月 31 日，开发产品和开发成本占存货的比重分别为 6.47% 和 93.09%，其中，开发成本主要包括中山华发山庄、华发新城六期、珠海华发山庄、沈阳华发新城、南宁华发新城等项目，开发产品包括华发生态庄园二期、华发世纪城四期、华发水郡花园一期等项目。

表 8 2008-2010 年公司存货构成

（单位：万元）

存货构成	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
开发产品	91,236.95	6.47%	59,862.78	5.32%	52,497.83	5.52%
开发成本	1,312,133.63	93.09%	1,062,693.88	94.45%	895,793.47	94.20%
出租开发产品	6,041.87	0.43%	2,518.17	0.22%	2,557.26	0.27%
低值易耗品	45.15	0.00%	49.56	0.00%	52.76	0.01%
合计	1,409,457.59	100.00%	1,125,124.39	100.00%	950,901.33	100.00%

资料来源：公司公告

截至 2010 年 12 月 31 日，非流动资产占公司总资产的比例为 2.76%，较去年同期小幅上升，主要是因为公司结转自用房产所属土地使用权所致。

总的来说，公司资产结构合理，整体质量较高为公司未来的发展奠定了良好的基础。

盈利能力

公司营业收入稳步增长，总资产回报率和净利润率出现小幅下滑

2010 年公司实现房地产预售金额 73.04 亿元，较去年同期增长 49.40%；公司 2010 年结转收入 55.77 亿元，同比增长 42.42%。2010 年公司楼盘销售情况良好，预收账款大幅增加，预计 2011 年可结转的收入将表现良好。

与公司营业收入稳步增长相比，2010 年公司毛利率、总资产回报率和净利润率出现了小幅下滑。公司毛利率小幅下滑主要是因为 2010 年结转了 2009 年的部分楼盘销售款，当时公司为应对金融危机对房地产市场带来的不利影响，部分楼盘降价销售，而且后期公司楼盘涨价较缓慢，另外，公司华发新城五期的拿地成本相对较高，两方面原因使得公司毛利率有所下滑。公司 2010 年销售楼盘以及目前在售楼盘的售价均较 2009 年大幅提升，所以可以预计 2011 年公司毛利率水平会有所上升。

公司总资产回报率小幅下滑的主要原因在于公司资产增加所带来的回报具有一定的滞后

性：公司净利润率下滑原因主要系华发新城五期毛利率较低。

总的来说，公司盈利具有较强的盈利能力，虽然跟踪期内净利率和总资产回报率有所下降，但仍然保持了相对较好的水平。

表9 公司主要盈利能力指标

(单位：万元)

指标名称	2010 年	2009 年	2008 年
营业收入	587,511.30	400,652.96	347,928.75
综合毛利率	33.19%	38.35%	37.61%
销售费用	12,713.62	10,328.95	10,829.13
管理费用	18,781.76	15,785.76	15,220.37
财务费用	2,502.32	365.89	-1,838.03
期间费用率	5.79%	6.61%	6.96%
营业利润	101,626.59	86,022.79	76,708.82
投资收益	506.30	276.02	-57.33
利润总额	101,178.26	86,524.91	76,889.37
净利润	76,574.44	68,834.47	64,522.63
净利润率	13.03%	17.18%	18.54%
总资产报酬率	5.49%	5.61%	6.59%

资料来源：公司公告

现金流

公司经营活动现金流得到明显改善，并且拥有广泛的融资渠道，能对公司未来投资支出和债务偿还形成良好的保障

2010 年公司经营活动净现金流为 312,639.53 万元，与 2009 年相比出现了大幅增加，主要是因为随着珠海市房地产价格上升，公司销售金额出现了大幅增长。2010 年公司房地产合同销售面积 51.47 万平方米、销售金额 73.04 亿元，分别较去年同期增长 12.70%和 49.40%。

公司投资活动净现金流为-118,093.45 万元，与 2009 年的-293,999.23 万元相比，投资活动现金流出有所减少，主要是因为公司 2010 年度购地支出减少所致。公司目前经营活动现金流能满足公司投资活动所需现金支出。

从公司筹资活动产生的现金流来看，2010 年筹资活动产生的现金流量净额为-55,185.29 万元，较上年同期大比下降，主要是因为 2009 年发行公司债券，流入 176,225 万元，及 2010 年银行融资净流入较上年减少 106,950 万元。公司目前与工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、广东发展银行、交通银行、深圳发展银行、中信银行、东亚银行、珠海市商业银行保持了良好的业务往来，银行对公司项目开发资金支持力度较大。

表10 公司现金流指标

(单位: 万元)

指标名称	2010 年	2009 年	2008 年
经营活动净现金流	312,639.53	181,539.39	43,551.97
投资活动净现金流	-118,093.45	-293,999.23	-393,435.88
筹资活动净现金流	-55,185.29	218,009.40	377,859.11
现金及现金等价物净增加额	139,339.72	105,549.56	27,975.20

资料来源: 公司公告

综上, 公司项目良好的销售业绩能够为公司带来持续的经营活动现金流流入, 并且公司拥有较好的银行融资渠道, 能够为公司未来投资和债务偿还提供保障。

资本结构与财务安全性

公司负债水平略有增加, 但债务期限结构符合公司经营特征, 债务压力不大

随着公司2009年18亿元公司债券的成功发行, 公司负债规模上升。在公司负债期限结构中, 非流动负债维持在较高水平, 占比为39.20%, 较去年同期下降4.81个百分点, 其主要是因为公司2010年偿还了3亿元左右的长期借款所致。由于房地产项目周期多在2~3年, 长期负债比例维持在较高水平使得公司负债的期限结构与项目经营周期较匹配。

表 11 公司 2008-2010 年负债构成

(单位: 万元)

项目	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
短期借款	32,400.00	2.35%	56,000.00	4.69%	42,950.00	4.92%
应付账款	100,536.61	7.30%	53,276.14	4.46%	59,547.47	6.82%
预收账款	543,977.53	39.48%	409,463.18	34.31%	312,909.12	35.86%
其他应付款	53,553.34	3.89%	22,440.93	1.88%	50,325.80	5.77%
一年内到期的非流动负债	89,600.00	6.50%	117,900.00	9.88%	74,600.00	8.55%
长期借款	362,650.00	26.32%	348,600.00	29.21%	335,850.00	38.49%
应付债券	177,137.20	12.86%	176,382.17	14.78%	-	0.00%
负债合计	1,377,731.51	100.00%	1,193,579.71	100.00%	872,535.64	100.00%

资料来源: 公司公告

截至 2010 年 12 月 31 日, 公司资产负债率为 67.78%, 较去年同期略有下降。最近三年公司的 EBITDA 迅速上升, 表明公司的盈利能力不断增强, EBITDA 利息保障倍数较 2009 年略有上升, 是公司盈利水平增加所致。虽然公司负债规模及负债率略有增加, 但考虑到公司流动负债中的预售款占流动负债的比例高达 64.94%, 若剔除该部分负债, 公司负债率为 41.02%, 短期内实际需支付的流动负债较少, 短期债务压力较小。

综合来看，公司资产负债率不高，货币资金充裕，盈利能力较强，未来项目销售前景和资金回笼能力良好，我们认为公司具有良好的偿债能力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2010 年	2009 年	2008 年
资产负债率	67.78%	68.34%	64.49%
流动比率	2.36	2.55	2.13
速动比率	0.68	0.87	0.35
EBITDA（万元）	108,510.37	94,623.64	81,400.07
EBITDA 利息保障倍数	4.21	4.10	7.11

资料来源：公司公告

五、总结

总的来看，作为珠海地区地产公司龙头，公司 2010 年房地产销售业绩表现良好。虽然近期国家对房地产行业政策调控力度逐渐加大，市场短期前景不明朗，但公司具有丰富的项目开发和销售经验和较强的品牌优势，楼盘定位中高端，项目毛利率水平相对较高，目前在珠海、中山、大连、包头、沈阳、南宁等地具有充足的土地储备，项目布局合理、成本较低，能满足公司未来 3-5 年的开发所需，保证了公司项目开发和销售的延续性，因此，我们认为，公司未来仍具有良好的发展前景。

附录一 资产负债表

（单位：万元）

	2010 年	2009 年	2008 年
流动资产			
货币资金	430,093.29	290,753.57	185,203.93
交易性金融资产	3,900.00		
应收账款	47.57	6.50	38.04
预付款项	127,708.00	268,084.87	723.20
其他应收款	5,355.50	4,231.17	3,407.20
存货	1,409,457.59	1,125,124.39	950,901.33
其他流动资产	0.00	15,000.00	
流动资产合计	1,976,561.95	1,703,200.50	1,140,273.70
非流动资产			
可供出售金融资产	571.45	847.84	429.81
长期股权投资	439.99	40.00	40.00
固定资产	43,299.21	33,243.53	5,698.73
在建工程	0.00	1,008.38	0.00
无形资产	6,206.80	2,824.79	202,001.38
长期待摊费用	405.95	242.44	343.44
递延所得税资产	5,142.34	5,035.57	4,161.30
非流动资产合计	56,065.75	43,242.55	212,674.66
资产总计	2,032,627.70	1,746,443.05	1,352,948.36
流动负债			
短期借款	32,400.00	56,000.00	42,950.00
应付账款	100,536.61	53,276.14	59,547.47
预收款项	543,977.53	409,463.18	312,909.12
应付职工薪酬	99.25	250.59	199.32
应交税费	14,886.68	6,247.60	-4,005.38
应付利息	2,625.00	2,625.00	0.00
应付股利	0.00	61.74	
其他应付款	53,553.34	22,440.93	50,325.80
一年内到期的非流动负债	89,600.00	117,900.00	74,600.00
流动负债合计	837,678.40	668,265.18	536,526.33
非流动负债			
长期借款	362,650.00	348,600.00	335,850.00
应付债券	177,137.20	176,382.17	0.00
递延所得税负债	265.91	332.36	159.31
非流动负债合计	540,053.11	525,314.53	336,009.31
负债合计	1,377,731.51	1,193,579.71	872,535.64

股东权益			
实收资本	81,704.56	81,704.56	81,704.56
资本公积	260,400.88	260,672.02	260,352.17
盈余公积	20,434.50	20,329.24	20,329.24
未分配利润	213,618.13	146,713.25	87,743.20
归属于母公司所有者权益合计	576,158.07	509,419.07	450,129.17
少数股东权益	78,738.11	43,444.26	30,283.54
股东权益合计	654,896.18	552,863.33	480,412.71
负债和股东权益合计	2,032,627.70	1,746,443.04	1,352,948.35

附录二 利润表

(单位: 万元)

	2010 年	2009 年	2008 年
一、营业总收入	587,511.30	400,652.96	347,928.75
二、营业成本	392,507.89	247,014.22	217,081.69
营业税金及附加	59,581.65	41,242.79	27,736.31
销售费用	12,713.62	10,328.95	10,829.13
管理费用	18,781.76	15,785.76	15,220.37
财务费用	2,502.32	365.89	-1,838.03
其中: 利息支出	5,564.06	4,627.35	746.51
资本化利息	26,509.60	24,397.16	12,453.73
金融机构手续费			
资产减值损失	303.77	168.58	2,133.13
加: 公允价值变动收益			
投资收益	506.30	276.02	-57.33
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益			
三、营业利润	101,626.59	86,022.79	76,708.82
加: 营业外收入	862.19	614.78	842.66
减: 营业外支出	1,310.52	112.66	662.11
其中: 非流动资产处置损失	16.91	0.85	21.79
四、利润总额	101,178.26	86,524.91	76,889.37
减: 所得税费用	24,603.81	17,690.44	12,366.74
五、净利润	76,574.44	68,834.47	64,522.63
减: 少数股东损益	1,393.85	860.47	-603.57
归属于母公司所有者的净利润	75,180.59	67,974.00	65,126.20

附录三 现金流量表

(单位: 万元)

	2010 年	2009 年	2008 年
销售商品、提供劳务收到的现金	718,427.26	488,864.67	317,141.41
收到其他与经营活动有关的现金	18,222.54	12,720.56	7,382.06
经营活动现金流入小计	736,649.80	501,585.23	324,523.47
购买商品、接受劳务支付的现金	300,063.00	210,269.90	202,112.60
支付给职工以及为职工支付的现金	24,574.92	19,903.99	16,522.80
支付的各项税费	78,495.81	52,613.06	49,349.45
支付其他与经营活动有关的现金	20,876.53	37,258.89	12,986.65
经营活动现金流出小计	424,010.27	320,045.84	280,971.50
经营活动产生的现金流量净额	312,639.53	181,539.39	43,551.97
收回投资所收到的现金	39,596.00	0.00	120.00
取得投资收益所收到的现金	506.31	276.02	22.83
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	24.79		
投资活动现金流入小计	40,127.09	276.02	142.83
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	129,263.33	271,934.25	298,066.17
投资支付的现金	28,957.21	22,341.00	95,512.54
投资活动现金流出小计	158,220.54	294,275.25	393,578.71
投资活动产生的现金流量净额	-118,093.45	-293,999.23	-393,435.88
吸收投资收到的现金	33,900.00	12,200.00	250,352.12
取得借款收到的现金	247,050.00	449,450.00	400,400.00
发行债券收到的现金	0.00		
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	176,224.88	0.00
筹资活动现金流入小计	280,950.00	637,874.88	650,752.12
偿还债务支付的现金	284,900.00	380,350.00	245,500.00
分配股利、利润和偿付利息支付的现金	51,235.29	39,515.48	27,393.01
筹资活动现金流出小计	336,135.29	419,865.48	272,893.01
筹资活动产生的现金流量净额	-55,185.29	218,009.40	377,859.11
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-21.08		
现金及现金等价物净增加额	139,339.72	105,549.56	27,975.20
加: 期初现金及现金等价物余额	290,753.57	185,203.93	157,228.74
期末现金及现金等价物余额	430,093.29	290,753.49	185,203.94
净利润	76,574.44	68,834.46	64,522.64
加: 资产减值准备	303.77	168.58	2,133.13
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,503.30	1,002.15	524.30
无形资产摊销	77.82	2,339.65	2,966.18
长期待摊费用摊销	186.92	129.58	273.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”填列)	16.91	0.85	21.79
财务费用(收益以“-”填列)	5,564.06	4,627.35	813.03

投资损失（收益以“-”填列）	-506.30	-276.02	57.33
递延所得税资产减少（增加以“-”填列）	-106.77	-874.28	-2,865.78
递延所得税负债增加（减少以“-”填列）	0.00	74.87	97.19
存货的减少（增加以“-”号填列）	17,667.57	31,370.79	-417,773.93
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	133,585.50	95,528.71	326,764.50
经营性应付项目的增加（减少以“-”填列）	79,166.15	-20,526.86	65,414.30
少数股东损益	-1,393.85	-860.47	603.57
经营活动产生的现金流量净额	312,639.53	181,539.36	43,551.96

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	主营业务利润率	$\text{主营业务利润} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$(\text{利润总额} + \text{利息费用}) / \text{利息费用}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入净额}$

附录五 公司债券信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据中国证券监督管理委员会《证券市场资信评级业务管理暂行办法》的要求以及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，珠海华发实业股份有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，珠海华发实业股份有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与珠海华发实业股份有限公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如珠海华发实业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至珠海华发实业股份有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成立跟踪评级项目组、对珠海华发实业股份有限公司进行电话访谈和实地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的

一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送珠海华发实业股份有限公司及相关部门。


鹏元资信评估有限公司
2011年4月11日