

信用等级公告

联合[2012] 013 号

联合资信评估有限公司通过对珠海华发集团有限公司及其拟发行的 2012 年度 25 亿元市政项目建设债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

珠海华发集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

珠海华发集团有限公司

2012 年度 25 亿元市政项目建设债券的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一二年一月九日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与珠海华发集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与珠海华发集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因珠海华发集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由珠海华发集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、珠海华发集团有限公司 2012 年度 25 亿元市政项目建设债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该公司债券的信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一二年一月九日

珠海华发集团有限公司

2012 年度 25 亿元市政项目建设债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA⁺

本期债券发行额度: 25 亿元

本期债券期限: 6 年

评级时间: 2012 年 1 月 9 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
资产总额(亿元)	149.21	206.74	309.15
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	50.81	58.87	140.18
长期债务(亿元)	33.59	54.25	60.43
全部债务(亿元)	49.92	81.39	77.98
营业收入(亿元)	37.91	47.54	75.33
利润总额(亿元)	6.20	9.41	11.75
EBITDA(亿元)	7.74	10.75	13.27
经营性净现金流(亿元)	8.75	23.89	32.12
营业利润率(%)	28.27	27.20	22.24
净资产收益率(%)	8.66	12.58	6.13
资产负债率(%)	65.95	71.53	54.66
全部债务资本化比率(%)	49.56	58.03	35.75
流动比率(%)	193.55	212.72	276.79
全部债务/EBITDA(倍)	6.45	7.57	5.88
EBITDA 利息倍数(倍)	0.42	0.36	0.63
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.31	0.43	0.53

分析师

刘小平 程晨

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对珠海华发集团有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了公司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,以及公司在房地产股权投资业务中获取的良好品牌知名度及较强的盈利能力等方面的优势。联合资信同时关注到公司土地一级开发业务易受宏观经济和政策影响、未来资本性支出大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着十字门中央商务区项目开发进度的逐步推进,公司土地一级开发收益与投融资规模将逐步实现动态平衡,公司外部融资压力有望缓解,偿债能力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期市政项目建设债券无担保,分期偿付的安排有利于降低债券本息集中偿付压力。公司为有效归集本期市政项目建设债券的偿债资金,设立了偿债资金专户。同时,偿债资金专户的监管银行为本期市政项目建设债券提供了流动性贷款支持。整体看,本期市政项目建设债券整体偿债风险低。

优势

1. 突出的区域环境。2009 年 8 月 14 日国务院正式批准了《横琴总体发展规划》,使横琴新区成为粤港澳紧密合作的新载体和示范区,政治和战略地位突出。
2. 较强的政府支持。公司是珠海市政府“十大重点建设工程”的重要运营商,承担了五大重点建设项目,其中公司承担的十字门中央商务区项目,是珠海建设核心城市的战略性举措和开发横琴的启动项目,该项目建设得到了政府的有力支持。

3. 丰富的城市运营经验。公司良好的资本结构、经营状况、丰富的土地资源和市场开发经验，赋予了公司作为城市运营商更强的实力。

关注

1. 行业受宏观政策影响大。公司城市运营中的一级土地开发业务受宏观经济及政策的影响，波动性较大。
2. 对重要并表子公司持股比例低。目前公司对华发股份仅持有 24.87% 的股权，较低的持股比例导致该业务板块归属于母公司的净利润和净资产小。
3. 资本支出压力大。未来 3 年，十字门中央商务区处于大规模的投资建设期，期间尚未形成明显的经济效益，新增的资本支出将加大公司对外部融资压力。
4. 债券发行规模较大。本期市政项目建设债券发行额在有息债务中占比较高。

一、主体概况

珠海华发集团有限公司(以下简称“公司”)成立于1985年3月16日,现直接隶属于珠海市人民政府国有资产监督管理委员会,为国有资产授权经营单位。注册资本为人民币10亿元。

公司是珠海市首批两家总部企业之一,公司目前形成了以城市基础设施运营为主业,以房地产股权投资和现代服务业为配套,以金融投资为支撑的业务体系。

截至2010年底,公司本部拥有总经办(党委办)、总务部、人保部、财务部、投融资部、纪检审计室、租赁部等7个职能部门,拥有(合并口径)1家上市公司和24家子公司,详见附件1。

截至2010年底,公司合并资产总额309.15亿元,所有者权益140.18亿元(含少数股东权益51.30亿元)。2010年公司实现营业收入75.33亿元,利润总额11.75亿元。

公司注册地址:珠海市拱北联安路9号;法定代表人:袁小波。

二、本期债券及发债项目概况

公司计划于2012年申请发行25亿元市政项目建设债券(以下简称“本期债券”),采用无担保发行的方式,发行期限为6年,采用固定利率,同时本期债券设置提前偿还条款,即在债券存续期的第3、4、5、6年还本付息期末分别偿还本金的25%。

本期债券募集资金25亿元,其中资金80%用于珠海十字门中央商务区横琴片区市政基础设施一期工程(以下简称“本项目”),剩下的20%用于补充营运资金。

①项目批复

本项目于2011年1月28日经珠海市发展和改革委员会【珠发改横[2011]2号】核准工程项目申请,总投资为41.01亿元,拟从本期债券募集资金中投入20亿元,占本项目总投资额

的48.77%。

②项目概况

本项目位于珠海十字门中央商务区横琴片区,项目内容为场区内的市政配套工程、景观绿化工程及排洪渠改线工程,工程部分包括场地平整、1条主干路、8条次干路、12条支路及各种市政配套设施的建设。本项目已于2010年经主管部门同意开展了部分前期工作,前期完成了项目整体规划设计、示范路的软基处理、管线铺设及路面垫层等,一期工程中所包含的17条道路工程已于2011年6月28日开工建设。

③项目建设意义

社会效益: 本项目位于横琴新区,为珠海十字门中央商务区首期市政基础设施项目,项目的建设是贯彻落实国务院《横琴总体发展规划》和促进粤港澳合作,推动珠海、澳门以及珠江三角洲其他区域经济发展以及完善基础设施、推动周边土地开发的需要,十字门中央商务区作为珠海建设核心城市的战略举措和横琴新区开发的启动项目,意义重大。

经济效益: 根据《珠海十字门中央商务区土地一级开发协议》,本项目主要根据土地一级开发协议,完成一级开发的经营性项目并出让以后取得相应的土地分成收益,预计内部收益率达10.37%。

三、基础素质分析

1. 企业规模及竞争力

公司是珠海市国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团之一,2006年公司与珠海格力集团公司,首批被认定为珠海2家总部企业。公司同时也是珠海市6大公共事业运营主体之一,即:公司、珠海城市建设集团有限公司、珠海水务集团有限公司、珠海交通集团有限公司、珠海港控股集团有限公司、珠海大横琴投资有限公司。

珠海水务集团有限公司、珠海交通集团有限公司和珠海港控股集团有限公司属于专业性

的公共运营主体营，与公司城市运营业务交叉较少。

珠海华发集团公司、珠海城市建设集团有限公司和珠海大横琴投资有限公司三者的业务均包含市政基础设施建设和投资，但与后两者相比，公司的竞争优势仍较为显著：①城市运营经验方面，公司成立于1986年，珠海城市建设集团有限公司和珠海大横琴投资有限公司分别于2009年和2010年成立，城市运营时间相对较短，公司作为珠海最具实力的总部经济企业，其良好的资本结构、经营状况、充裕的资金、丰富的土地资源和市场开发经验，赋予了公司作为城市运营商更强的实力；②职能定位方面，珠海城市建设集团有限公司主要负责市内市政基础设施建设；珠海大横琴投资有限公司主要负责横琴新区除十字门中央商务区之外的其他市政基础设施建设；公司主要是承接珠海市重点基础设施建设工程项目，其中2010年珠海市政府确定的“十大重点建设工程”中，公司承担了五个重要项目。其中的十字门中央商务区项目，是横琴新区开发的核心项目。

公司下属的珠海华发实业股份有限公司（600325 以下简称“华发股份”）运营房地产业务，在区域住宅市场份额大、品牌知名度高、土地储备资源丰富且成本较低、盈利及偿债能力强。此外，公司旗下的金融投资、汽车销售、物业管理、建材销售等业务板块也在区域内具有较强的竞争力，发展势头良好。

2. 人员素质

公司现有7位主要高层管理人员，全部具有本科以上学历，大多在公司工作多年，对公司整体状况十分熟悉，具有丰富的企业管理经验。

公司董事长袁小波先生，59岁，毕业于对外经济贸易大学工商管理专业，中山大学管理学院EMBA，广东省政协委员，曾任珠海市劳动局局长，珠海市政府副秘书长。2001年起任公司董事长、法定代表人以及华发股份董事局

主席。曾荣获“2005中国主流地产十大领袖风云人物”的荣誉称号。

公司总经理李光宁先生，40岁，中山大学世界经济专业硕士毕业，经济师。1993年进入公司，曾任团委书记、总经办主任、售楼部副经理、商业服务公司副经理、党委办主任、公司助理总经理、华发股份董事局秘书、公司副总经理。2009年起任公司董事、总经理、华发股份董事局副主席、珠海十字门商务区建设控股有限公司董事长、总经理。

截至2010年底，公司系统内拥有在职员工4262人。包括管理人员1253人，研发人员206人，财务人员121人，生产人员2391人，销售人员291人。其中30岁以下占45.12%，30岁~50岁占51.01%，50岁以上占3.87%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，有利于公司的长远发展。公司员工学历及年龄构成符合行业发展要求，基本满足公司经营需要。

3. 外部环境

区位优势

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，具有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九洲、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔、跨境工业区等国家一类口岸8个。珠海城市先后被联合国、国家、省有关部门授予“联合国改善人居环境最佳范例奖”、“双拥模范城”、“卫生城市”、“全国精神文明建设十佳城市”、“中国旅游胜地四十佳”之一、“园林城市”等多项殊荣，在第三届中国和谐城市可持续发展高层论坛上，珠海荣获“中国十佳和谐可持续发展城市”和“中国十佳休闲宜居生态城市”两项殊荣，成为广东省唯一一个同时获得“双十佳”的城市。

国务院颁布《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》，确定珠海为珠江口西岸核心城市的新

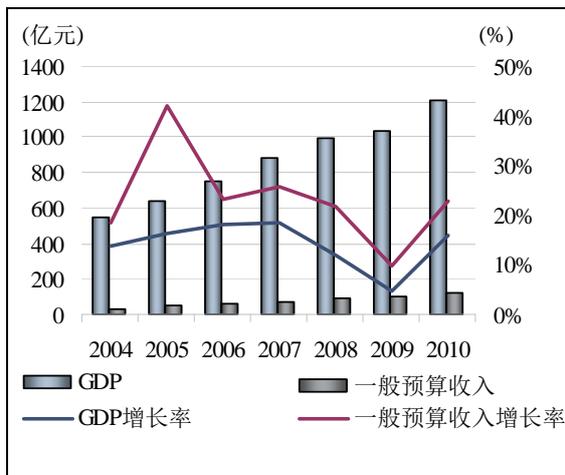
定位和建设高栏港工业区、海洋工程装备制造基地、航空产业园、国际商务休闲旅游度假区的新布局，极大地提升了珠海在区域乃至国家全局中的战略地位和城市价值。为实现珠江口西岸核心城市和交通枢纽城市的定位，珠海市推出了 3000 多亿元的投资以构筑“交通、产业、城市”三大格局，明确了涉及珠海未来发展命运的重大项目和基础性项目的分工和具体进度。公司主要承担了珠海市委、市政府确定的“十大重点工程”中的五个重点工程项目。

2009 年 8 月，国务院正式批准实施《横琴总体发展规划》，功能定位确定为：“一国两制”下探索粤港澳合作新模式的示范区、深化改革开放和科技创新的先行区、促进珠江口西岸地区产业升级的新平台。横琴岛的建设是未来港珠澳地区发展的重点，而位于横琴岛中心的十字门中央商务区是重点中的中心，十字门中央商务区将是珠港澳区域经济联动、协调发展的核心展示区，也是珠港澳面向世界的一张名片。公司作为十字门中央商务区的城市运营商，其基础设施建设的战略意义尤为重要。

由此可见，珠海城市竞争力的持续提升，将为公司提供良好的发展平台和强大的经济支持。

区域经济及财政实力

图 1 珠海市 GDP 和财政一般公共预算收入



资料来源：珠海统计信息网

“十一五”期间，珠海市经济发展迅速，经

济结构不断优化。据珠海统计信息网统计快讯数据显示，2010 年全年珠海市完成地区生产总值 1202.58 亿元，同比增长 12.8%。一、二、三产业分别完成增加值 32.90 亿元、658.66 亿元和 511.02 亿元，同比增长 5.5%、17.6% 和 7.1%，三次产业的比例由上年的 2.8: 52.4: 44.8 调整为 2.7:54.8:42.5。2010 年全市完成地方财政一般预算收入 124.53 亿元，同比增长 22.8%。

随着珠海市优势产业的不断增长，产业创税能力提高，增强了地方财政实力，促进地区经济总量快速增长，为地方基础设施的投资建设奠定了较好的经济基础。珠海市固定资产投资不断增加，2010 年累计全社会完成固定资产投资额 501.55 亿元，同比增长 24.92%；2010 年随着粤港澳合作不断深入，珠江口西岸发展步伐加快，珠海经济特区功能优势将不断增强。

珠海市城市总体规划提出的发展总目标为：至 2020 年，把珠海建设成为综合实力雄厚，社会、经济、人口、资源、环境全面协调发展的经济特区；成为有较强辐射力和吸引力、经济繁荣、交通发达、秩序优良、文明富庶的现代化区域性中心城市；成为以信息技术为龙头的高新技术产业基地，集聚力强的产、学、研一体化创新创业基地及高附加值的产品出口创汇基地；成为亚热带海滨花园城市和具有国际影响的滨海风景旅游胜地。按照这一发展规划，珠海市未来的基础设施建设前景良好，并且在良好的政策环境、城市环境和经济环境的带动下，珠海市一级土地开发的市场发展空间较大。

四、公司管理

1. 法人治理结构

公司采取董事会领导下的总经理负责制。不设股东会，依据公司章程及国资委授权，由公司董事会决定公司的重大事项。公司董事会现有 8 名董事，包括董事长 1 名，副董事长 3 名，董事 4 名，职工董事 1 名，非职工董事均由国资委委派。董事会在授权经营范围内经营

管理国有资产，决定公司的经营计划和投资方案，决定公司的年度财务预算决算方案以及利润分配方案等。董事会设立风险管理与审计委员会、提名委员会、预算考核委员会，在董事会授权下，就公司经济运行和财务活动、总经理人选提名、经营业绩考核进行监督管理。

公司依法设立监事会，由 4 名职工代表和 1 名国资委委派监事组成，按规定行使监督职能。

目前公司经营层设总经理 1 人，财务总监 1 人，副总经理若干人，下设总经办（党委办）、总务部、人保部、财务部、投融资部、纪检审计室、租赁部等 7 个职能部门。公司部门设置清晰，能够满足目前管理需要。

2. 管理制度和管理水平

公司制订了《珠海华发集团有限公司制度汇编（集团）》，并每年对其进行修订。公司按照现代企业制度要求，采取母子公司管理体制，在明晰产权的基础上，以资本为纽带，建立与所属公司之间的母子公司关系。

行政管理方面，公司制定了完善的行政管理制度体系，对公司的行政事务、办事规程和管理体制等相关方面进行了规定。用以加强公司行政事务管理，理顺公司内部关系，使各项管理标准化、制度化、提高办事效率。

财务管理方面，公司按照现代财务管理的要求，制定完善了财务制度体系，规范财务运作程序，健全内部控制制度，确保财务管理科学和高效。目前，公司制定了《集团财务管理制度汇编》，其中对财务开支、报销流程、资金收支、筹融资、采购管理、固定资产以及下属企业财务上报等方面进行了具体规定和管理。公司进行社会公开招聘专业人士，对财务状况每年进行专题检查和定期抽查。

人事管理方面，公司对于管理权限、任免和解聘、培训、考核、后备人才管理、激励机制、职称评聘、交流、处罚以及离、退休管理等方面进行了具体规定。

项目管理方面，为公司承担市政府的重点工程项目而制订专门的项目公司管理制度。旨在完善项目公司的管理制度，严格控制费用开支，规范财务支付程序，明确界定职责权限，以便于项目公司各项业务的顺利开展。

综合看，公司整体运作规范，具备比较完备的内控组织体系，各项制度可执行性强，管理水平较高。

3. 对子公司的管理

公司下属的子公司较多，且分布在不同的行业。母公司作为投资主体，主要负责资本经营，而子公司负责具体生产经营。上市公司华发股份，与公司本部独立运营，并且由于公司对其持股比例相对较低，公司对其控制力相对于其他子公司偏弱。以下对于子公司的管理分析仅针对非上市公司。

公司根据下属企业不同业务类型，从企业效益、企业运营、内部组织等方面设计详尽的绩效考核指标，确保下属企业经营运作成效。从实施效果看，上述管理办法起到了较好的监督效果。

人员管理方面，公司通过向下属公司委派董事、监事、财务人员和下属公司实施工资总额控制等方式行使决策管理权。

投资决策方面，除铎创投资公司根据经营范围对外进行投资外，其他非上市子公司的对外投资均由公司本部决策。公司本部按不同投资额制定合理的投资决策流程，确保了公司对不同规模投资决策的正确与高效。

内部控制方面，公司实行内部审计制度，对公司和所属子公司的财务收支和经济活动进行内部审计监督。公司的全资、控股公司未经董事会批准不得为其他企业进行经济担保。

总体看来，公司法人治理结构比较完善，管理制度比较规范，公司对非上市子公司具有较强的控制力，对上市子公司的控制力相对于其他全资子公司偏弱。

五、生产经营

1. 经营概况

随着珠江西口岸和横琴岛开发区等政策的实施，公司目前形成了以城市基础设施运营为主业，以房地产股权投资和现代服务业为配套，以金融投资为支撑的业务体系，其中城市运营具有较强的竞争优势。

2. 运营管理

(1) 城市基础设施运营

①运营环境

2009年8月14日国务院正式批准了《横琴总体发展规划》，使横琴新区成为粤港澳紧密合作的新载体和示范区，横琴新区的开发建设上升为国家战略，并得到了国务院、广东省政府及珠海市政府政策及资金方面的支持。按照横琴岛的战略规划，该新区享受了国务院诸多的优惠政策：税收优惠；离岸金融优惠；通关优惠（自由贸易港）；个人所得税返还奖励等。这对横琴新区未来的招商引资提供了便利。

十字门中央商务区是珠海建设核心城市的战略性举措和开发横琴的启动项目，占地面积约5.77平方公里，总建筑面积将达1100万平方米。其中：湾仔填海区位于南湾海滨，占地约2.28平方公里；南部片区位于横琴新区，占地约3.49平方公里。十字门中央商务区的建设，将有效撬动横琴新区开发，开创珠海城市发展的全新格局，成为珠海建设珠江口西岸核心城市的有力抓手和加速粤港澳一体化进程的强劲引擎。

此外港珠澳大桥的投建、横琴新区的设立及情侣路改造、广珠城轨等多个重大项目的开展，珠海经济综合经济实力的不断增强。

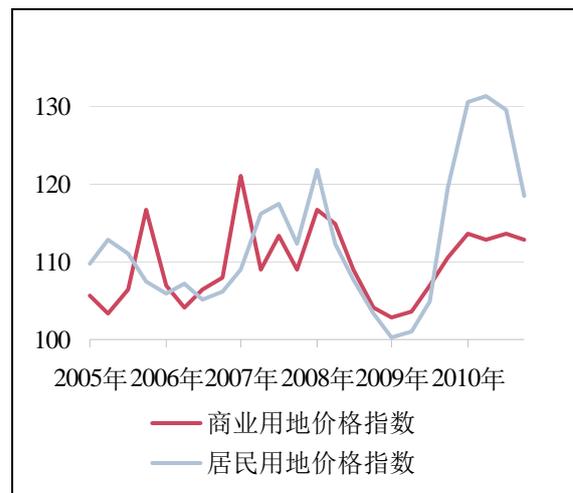
②土地市场分析

由于公司在十字门中央商务区的运营模式主要是通过土地出让分成收益平衡基础设施建设投资资金需求，以下简要对土地市场的运营状况进行分析。

全国土地市场

2010年中国土地市场再创新高，28个重点监测城市土地出让金达到11243亿元，同比增长35%。除杭州、广州、沈阳、厦门、西安、长春和珠海7个城市外，其余21个城市土地出让金保持增长。其中，北京、上海、大连土地出让金超过1000亿，而大连、武汉、哈尔滨、长沙四城市甚至出现成倍增长态势。

图2 中国商业用地和居民用地价格指数



资料来源：Wind 资讯，价格指数以上一年同期作为基准点 100

从图2可以看出，商业用地价格指数走势相对较平缓，2010年后基本保持稳定，而住宅用地基本走势和商业用地保持一致，但住宅用地2009年到2010年上升幅度较大。

从成交量上来讲，由于受调控政策影响，2010年中土地成交量始终保持在较低水平，住宅类土地成交高峰期主要出现在“国十条”出台之前的2、3月份和年终12月份，其中，9-10月份伴随着市场成交的回暖，也出现了一波小高峰，这五个月土地成交面积接近全年成交的六成。商业办公用地除了8月份的高峰期之外，成交一直较为平稳，年终又有上扬趋势。

从未来发展来看，住宅地价方面，随着住宅房地产调整政策的加大，住宅价格下行压力增加，进而影响到土地价格。但二三类城市受调控影响较小，预计未来住宅土地成交热度不减。商业办公用地方面，将继续延续2010年的

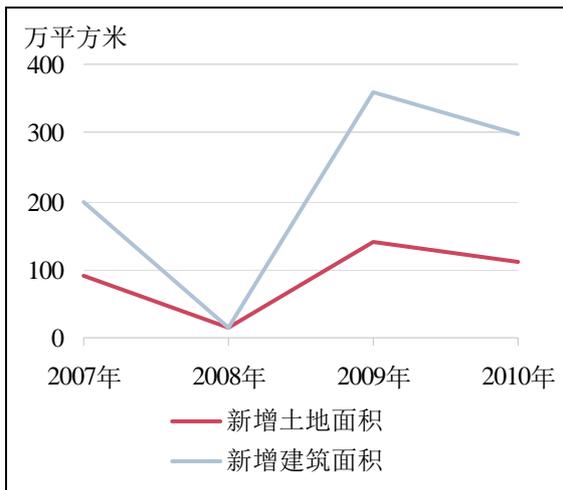
发展态势，一类城市由于受限于城市容量有限，土地出让面积难再有大的突破，受旺盛需求刺激，商办土地价格将会持续上扬。二三类城市由于城区的加速扩张和发展，预计未来商业办公用地面积将延续 2010 年的快速增长态势，受充足的供应制约，楼面均价或将继续保持平稳态势。

珠海市土地市场

由于珠海主城区土地稀缺，西区、南湾、横琴、唐家等是近年来土地供应的主力区域。随着横琴新区及十字门中央商务区的开发的开展，使得横琴新区及其周边区域是 2010 年商住用地交易最活跃的区域。2010 年横琴新区及十字门中央商务区内共有 7 宗商住用地交易，用地面积总计 62.2 万 m²，建筑面积总计 183.7 万 m²，占总成交用地的 61%，体现珠海大力发展横琴新区的战略发展规划。

2010 年珠海市新增商住土地面积同比下降 20%，新增可建面积同比下降 17%，但市场供应量依然较大。2010 年新增商住用地的土地面积和可建面积虽然有所回落，但和 07、08 年的供应量比较，还是有较大的增幅。

图 3 珠海新增土地面积和新增建筑面积



资料来源：公司提供

2010 年珠海土地出让楼面地价有所提高，主城区达到 4520 元/平方米，横琴、斗门两区达到 2000 元/平方米，金湾、南湾分别为 1865 元/平方米、1600 元/平方米。外地地产巨头如保利、

万科、时代等开发商于 2010 年参与珠海土地交易竞标，对珠海土地出让价格有推高作用。

③经营现状

城市基础设施运营，是公司 2008 年战略转型之后的主营业务。珠海市委、市政府根据城市基础设施运营的战略规划，结合公司竞争优势，授予公司承担珠海市十大重点建设工程中的五大项目。包括十字门中央商务区建设、珠海情侣路工程规划设计、广珠城轨总站换乘中心建设、拱北口岸改扩建与海滨泳场改造、情侣路南段整体改造。后四大项目为政府代建项目。

十字门中央商务区项目

华发集团成立了全资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”)负责十字门中央商务区的 5.77 平方公里土地一级开发、市政基础设施建设。2009 年 7 月，十字门公司已取得了商务区内土地一级开发资质。

十字门中央商务区建设采用政府主导，企业运作的开发模式，开发资金是珠海市政府提供前期启动资金(国资委已注入资本金 70.6 亿元，已经验资入账)，后续资金主要通过十字门中央商务土地一级开发完成后的分成收益来平衡整体开发资金需求。

根据《珠海十字门中央商务区土地一级开发协议》、《珠海十字门中央商务区土地一级开发操作办法》，十字门公司负责按年度制定实施土地一级开发计划，土地出让后，市财政局按土地功能不同，从土地出让金中扣除相关税费后再将剩余资金按确定的相应比例给予十字门公司作为收益，其中商业、住宅按 35%；办公、会展、酒店和其他按 55%。根据实际需要，珠海市政府分阶段对上述收益分成比例进行调整。对于十字门公司收到的收益资金，建立专项账户，专款专用。

十字门中央商务区项目总投资额 380 亿元，开发区域包括湾仔片区和横琴片区，首期开工项目总投资 101.3 亿元，建设期为 3 年

(2011~2013)。包括十字门北部湾仔片区会展商务组团一期（总投资额 60.29 亿元，2010 年中期初步启动，预计 2013 年完工）以及横琴片区内市政基础设施建设一期（总投资额 41.01 亿元，2011 年启动，预计 2013 年完工）。

公司首期项目主要是通过横琴片区 36 宗合计 440.38 万 m² 建筑面积的一级土地开发分成收益，以及十字门公司成立时公开拍卖取得的珠国土储 2009-03 地块（横琴片区）16 宗合计 140.80 万 m² 建筑面积的土地转让收入实现资金的平衡，出让用地未来的开发成本预计 88.37 亿元（含横琴片区首期 41.01 亿元的开发投资），转让用地购地成本为 54.38 亿元，已用国资委注入的资金支付成本，作为熟地，后续不需投入相关开发成本。根据公司预测，公司横琴片区现有的土地，在 2025 年前全部出让或转让，预计未来能实现 412.76 亿元，其中：土地出让分成收入合计 177.48 亿元；珠国土储 2009-03 地块（横琴片区）用地转让收入合计 235.28 亿元。预测依据见表 1 注释，若不考虑

增幅，按照 2011 年参考地价，保守预计公司未来土地收入在 300~350 亿元，匹配首期项目投资资金后，土地收益仍有盈余，按照协议规定，盈余资金继续用于十字门中央商务区其他市政项目（如湾仔片区）的滚动开发。

由于转让用地目前仅用来融资，短期内转让有所限制，因此以下仅对出让用地的分成收益和投资资金的匹配情况予以分析。公司土地收益分成情况如表 1，2012~2013 年，公司土地出让面积和收益分成相对较小，合计为 14.65 亿元，而该阶段为公司集中投资期，总投资额约为 100 亿元，资本性支出较大，土地收益不能平衡投资成本，公司外部融资需求较大，债务规模将快速上升。2014 年及以后，随着已完成开发土地面积的增加，公司可供出让的面积和分成收入也相应增加，该期间年均土地出让分成收入在 15-20 亿元之间。再加上未来可供转让地块的释放，转让收入将为公司投资资金提供重要支持，公司债务压力也将逐步缓解。

表1 横琴片区一级土地开发收益返还预测

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
出让面积 (万m ²)	48.11	25.40	51.03	45.03	36.92	39.13	32.84	26.70	25.95	20.34	21.79	15.12	26.91	25.11
返还金额 (亿元)	8.47	6.18	12.20	13.21	11.65	14.33	12.90	13.45	13.12	13.34	14.07	10.94	16.67	16.94

资料来源：公司提供。

政府代建项目

政府代建项目包括珠海情侣路工程规划设计（BT 模式融资建设）、广珠城轨总站换乘中心建设、拱北口岸改扩建与海滨泳场改造、情侣路南段整体改造。以上四个项目建设资金全部由政府出资，企业建设，按照工程总概算额度，收取 1%-1.5% 的管理费，对于四个代建工程，未纳入公司合并报表。

项目建设进度方面，城轨项目施工至今，现场桩基础及地下连续墙工程量已完成约 70%，项目累计已完成投资额 2.5 亿元，已支付征地费 3.29 亿元；拱北口岸改扩建项目已完成工程量投资约 5000 万元。

以上四个代建项目在 2011~2015 年预计投资 32.4 亿元，由于代建项目均为公益性项目，不具有收益性，投资资金全部由政府先期出资公司再开工建设，公司无建设资金压力。

④政府支持

2010 年珠海市国资委对华发集团以增加资本金方式注资 70.6 亿元，公开竞拍取得 18 宗转让用地，其中 54 亿元的地位于横琴片区（珠国土储 2009-03 地块（横琴片区），共有 16 宗地块，土地面积合计 43.10 万 m²，建筑面积 140.80 万 m²），16 亿元的地位于湾仔片区（珠国土储 2009-03 地块（湾仔片区），共有 2 宗地块，土地面积合计 12.78 万 m²，建筑面积 44.74

万m²)。这些熟地目前主要是用于公司十字门中央商务区项目前期融资贷款，暂不能转让，随着十字门中央商务区基础设施的完善，该地块升值空间大。

公司享有珠海市十字门中央商务区一级土地开发的分成收益。2010年公司完成了湾仔片区部分一级土地开发，出让金额7亿元，按土地一级开发协议规定，返还50%土地出让金3.5亿元，已到公司账户。政府对于公司以及土地开发出让金的返还政策，具有可持续性，为公司十字门中央商务区的开发投资提供了资金支持。

(2) 房地产股权投资和现代服务业

目前，公司的房产开发业务主要由其下属的华发股份负责，公司对其持股24.87%（直接持有21.91%，通过下属子公司持有2.96%）。持股比例相对较低，华发股份是公司并表子公司，但华发集团主要将华发股份作为战略性的股权投资，不参与华发股份的日常经营决策。华发股份于2004年2月在上海证券交易所上市，2010年，华发股份实现营业收入59.70亿元，毛利18.11亿元。

华发股份根据市场需求进行产品开发和销售，开发规模在近几年呈现快速增长趋势，同时也及时根据市场变化调整销售策略，加快资金回笼速度，保证现金流充沛。近3年运营情况见表2。

表2 华发股份近3年经营情况

项 目	2008年	2009年	2010年
房屋开复工面积(万平方米)	81.01	78.54	41.85
房屋新开工面积(万平方米)	36.19	39.68	103.64
房屋竣工面积(万平方米)	33.61	36.57	47.17
房屋签约销售面积(万平方米)	24.00	46.24	51.47
签约销售金额(亿元)	24.71	50.48	73.04
结算面积(万平方米)	30.49	34.08	50.51
结算金额(亿元)	34.21	39.16	56.67

资料来源：公司提供

华发股份目前在建和未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和股权收购，土地获取成本相对较低，尤其是通过股权收购获取的土地，成本优势显著。房地产宏观调控政策对于拟建项目未来销售情况具有一定影响，但凭借珠海市未来较好的区域环境（横琴开发、港珠澳大桥的通车），以及公司较低的土地成本，公司房地产业务抗风险能力较强。

从华发股份项目区域分布来看，目前项目主要分布在珠海、中山、包头和大连，其中珠海是其在建及拟建项目主要集中地，但珠海以外的项目也按计划稳步推进，2008年开始，华股份异地项目已经取得销售收入，主要分布在中山、大连、包头等市场调节压力不大的二线城市，地价普遍较低，区位优势较明显。预计未来5年，随着城市化进程加速，以及部分一线城市高房价对需求的挤出效应，未来二线城市的商品住宅市场有较大的发展潜力。

表3 华发股份销售情况分布

	2008		2009		2010	
	销售额(万元)	销售占比	销售额(万元)	销售占比	销售额(万元)	销售占比
珠海	332363.74	96.83%	341807.61	87.29%	534575.78	94.33%
中山	10877.51	3.17%	44211.37	11.29%	31641.72	5.58%
包头			5563.18	1.42%	504.14	0.09%
合计	343241.25	100.00%	391582.16	100.00%	566721.64	100.00%

资料来源：公司提供

现代服务业主要是公司涉及的汽车销售和物业方面等业务，公司通过下属子公司珠海市华发上众汽车有限公司、珠海市华发锐达汽车有限公司、珠海华发汽车销售有限公司开展汽车销售和进口业务，公司具有小轿车经营权和进出口经营权，是斯柯达汽车和上海大众汽车

特许经销商。公司在珠海地区具有品牌知名度、雄厚的经济实力、完善的销售网络和忠诚的消费群体，现已发展为珠海市最大的汽车销售企业之一。公司通过下属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”）经营物业管理业务，华发物业现管理的主要物业有

珠海拱北口岸联检大楼、中国建设银行珠海市分行等三十多个项目，物业类型包括住宅小区（大厦）、写字楼、工业园区、别墅区、学校以及政府物业等。目前管理物业总建筑面积约 400 万平方米，拥有员工近二千人，是珠海市规模最大、实力最强的物业管理企业之一。华发物业于 2003 年获得全国物业管理一级资质。

（3）金融业务

公司通过下属子公司珠海铎创投资管理有限公司，珠海铎创担保有限公司进行投资、担保业务，按照现代企业制度规范管理和运营，经营范围包括：实业投资、风险投资、财务顾问、项目投资引进信息咨询、消费品信息咨询、代理记账、为企业及个人提供商业性融资担保及其他经济合同担保等业务。截至 2010 年底，公司该业务板块资产总额 6.72 亿元，净资产 6.38 亿元，2010 年实现收入 0.29 亿元，毛利润 0.28 亿元。

总体看，公司主营业务稳健，营业收入相对稳定，盈利能力较好。近年来，公司逐渐确立了以城市运营为主业、房地产股权投资和现代服务业为配套、以金融担保为支撑的经营格局，其中在城市运营方面有较强的竞争优势。公司作为珠海市最大的城市运营商，在重大平台项目建设中，具有一定的政策、财政等方面支持。此外，公司积极推进汽车销售、物业管理和投资担保等小板块业务，有助于多元化经营发展及扩大品牌效应。

3. 未来发展

根据公司所处的市场环境、企业发展情况和资源特征，公司制定了“十二五战略规划”，未来将采取稳定扩张型的发展战略。坚持以城市基础设施运营为主业，以房地产股权投资和现代服务业为配套，以金融投资为支撑的业务体系。

在城市运营方面，合理利用公司的资源和上市公司的优势，加强优质资产配置和产业资本运作，充分利用珠海市政给予五大重点工程

项目的机遇，稳步向城市运营服务商角色转型。

在房地产股权投资和现代金融服务业方面，公司在充分利用自身优势、立足珠海的基础上，循序渐进地向全国其他地区扩张，稳步健康发展。

在着力抓好主营业务的同时，积极发展其他各项业务，完善成为全方位大型服务企业，提升华发品牌效益。

六、财务分析

公司提供的 2008~2010 年财务报表已经利安达会计师事务所有限公司审计，该事务所对上述报表出具了标准无保留审计意见。

截至 2010 年底，公司（合并）资产总额 309.15 亿元，负债总额 168.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）140.18 亿元；2010 年公司实现营业收入 75.33 亿元，利润总额 11.75 亿元。

1. 资产质量

近年来，随着珠海市政府对十字门中央商务区项目注资的完成以及公司投资力度的加大，公司资产总额实现快速增长，截至 2010 年底，公司（合并）资产 309.15 亿元，三年平均增幅为 43.94%。从资产结构看，受存货增加推动，公司流动资产占比逐年增加，2010 年底公司流动资产和非流动资产分别占 96.85% 和 3.15%。

流动资产

2008~2010 年，公司流动资产增长 54.61%，增幅高于资产总额 10.67 个百分点。2010 年底，公司流动资产 299.40 亿元，其中预付账款占 4.40%、货币资金占 17.67%、存货占 77.17%，往来款项占比很低。

截至 2010 年底，公司货币资金 52.90 亿元，三年平均增长率为 60.91%，主要系售房款资金回笼所致。

截至 2010 年底，公司预付账款 13.18 亿元，

主要为预付单项工程款。受预付地价款及竞投土地保证金变化影响，2008~2010 年公司预付账款波动较大，其中 2010 年较上年同期减少 51.41%。

截至 2010 年底，公司存货 231.04 亿元，三年平均增长 50.03%，存货总额在总资产中占 74.73%。在存货构成中，开发成本 213.58 亿元，占 92.44%；开发产品 15.72 亿元，占 6.80%。开发成本中，70 亿元土地为公司利用政府注资通过招拍挂获得，2010 年经过开发投资，连同土地成本已形成了 81.60 亿元的开发成本，该部分土地地理位置优越，随着十字门中央商务区的逐步开发以及该部分土地流动性的释放，这些土地具有较大的升值空间；107.19 亿元的开发成本，主要为原在无形资产中反映土地在 2010 年动工后连同投资成本结转所致，该地块的整体开发周期在 2010-2015 年之间，该部分土地因获地时间较早，获地成本在同期也具有较大的成本优势，约 40 亿元的开发成本也实现了预售，该部分开发成本质量较好。15.72 亿元的开发产品基本实现了预售。

可见，公司流动资产以土地为主，整体流动性偏弱，但具有良好的增值潜力，资产质量较高。

非流动资产

受无形资产减少影响，2008~2010 年，公司非流动资产三年平均增长率为-36.22%。2010 年底，公司非流动资产 9.75 亿元，其中无形资产占 8.25%、长期股权投资占 9.53%、可供出售金融资产占 11.00%、固定资产占 53.18%。

截至 2010 年底，公司持有的可供出售金融资产 1.07 亿元，较其初始投资成本 0.30 亿元增值较大，由于该部分资产为上市流通股股权，流动性和收益较高，质量优良。

截至 2010 年底，公司固定资产净值 5.18 亿元，主要为房屋及建筑物。

总体来看，公司资产规模迅速扩张，资产结构符合其业务特性，整体资产质量较高，但资产流动性不强。

2. 负债及所有者权益

受 2010 年政府注资影响，公司所有者权益增幅显著，三年平均增长率为 66.10%，其中归属于母公司的所有者权益占比由 2008 年的 27.38% 快速提升至 63.41%，少数股东权益公司占比由 2008 年的 72.62% 降至 2010 年的 36.59%，资本实力予以增强，权益结构有所改善。归属于母公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 11.25% 和 74.33%，对于珠海市政府 70.6 亿元的注资，其中 6 亿元由资本公积转增至实收资本后予以体现，其他 64.6 亿元仍在资本公积中体现；少数股东权益中，因公司持有华发股份的股份比例较低，在合并报表时体现出较大的少数股东权益。

2008~2010 年，公司负债三年平均增长 31.04%，增幅低于资产总额。截至 2010 年底，公司负债合计 168.97 亿元，其中流动负债占 64.02%，非流动负债占 35.98%。流动负债中，主要包括短期借款（占 7.90%）、应付账款（占 14.60%）和预收账款（占 60.32%）。公司短期有息债务 17.55 亿元，仅占公司流动负债的 16.22%；预收账款占比较高，主要为华发股份预售房款，不构成公司实际的短期债务偿付压力。非流动负债中，长期借款和应付债券分别占比 70.26% 和 29.13%。2010 年底，公司长短期有息债务之比为 3.44，公司现有债务结构较为合理，长期债务能较好的与公司项目建设周期相匹配。

2008~2009 年公司主要通过适度的负债增长支撑了资产规模的扩张，2010 年政府资本的注入推动了资产增速的加快，因此，2008~2010 年公司债务负担呈波动变化。2008~2010 年公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率平均值分别 61.98%、45.19% 和 37.41%，2010 年底，以上三项指标分别为 54.66%、35.75% 和 30.12%。与同行业中城市运营平台或房地产企业相比，公司有息债务负担相对较低，财务结构较为稳健。

未来 3 年，公司处于十字门中央商务区项目

投入阶段，对于长期资金的需求较大，有息债务规模将保持增长趋势，但公司未来计划通过滚动开发，逐步实现土地开发收益与土地投融资规模的动态平衡，这在一定程度上能减缓债务负担的急剧上升。

3. 盈利能力

2008~2010 年公司营业收入三年平均增长率为 40.96%，2010 年实现 75.33 亿元。从收入构成看，公司营业收入主要源于华发股份，由于公司对于十字门中央商务区的土地出让收益按前述比率享有分成，2010 年公司首次收到土地出让收益返还 3.56 亿元，公司在营业收入中予以确认。2010 年公司收入结构有所变化，其中房地产开发收入占比由 2008 年和 2009 年的 91.94% 和 90.86% 下降至 2010 年的 87.63%。随着未来十字门公司对土地一级开发业务的逐步开展，公司的城市运营收益比重逐年增加。

从房地产股权投资实现情况来看，2008~2010 年该板块收入三年平均增长 38.48%，2010 年为 66.80 亿元。由于公司房产项目主要定位于中高端项目，毛利率相对较高，2008 和 2009 年公司分别为 37.93% 和 38.43%，2010 年受房产调控政策影响，毛利率小幅下滑，为 34.63%，高于行业中值 2 个百分点左右。

从主要盈利指标看，由于 2010 年公司净资产规模大幅增长，导致净资产收益率增长不明显，部分盈利指标相应有所下降，2010 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 22.24%、4.51% 和 6.13%。

未来随着十字门中央商务区一级土地开发的推进，可供出让土地面积的增加，未来土地分成收入的陆续实现将提升公司盈利规模，但盈利水平的高低将受未来地价市场价格变化、不同用地性质出让收益返还比率及公司开发成本等因素影响。

4. 现金流

经营活动方面，随着公司房地产业务板块销

售收入的增长，公司经营活动现金流入量快速增长，三年平均增长率为 42.43%，2010 年为 88.21 亿元。由于公司拿地支出计入投资活动现金流出，近三年公司经营活动现金流一直为正。2010 年公司经营活动现金流量净额为 32.12 亿元。近三年公司现金收入比有所波动，平均值为 119.83%，2010 年为 112.89%，收现质量正常。

投资活动现金流方面，2008~2010 年均表现为净流出，主要土地款，其中 2010 年投资活动净流出量规模较 2009 年增加 65.12 亿元，源于公司在十字门商务区受让的 70 亿元土地成本，2010 年公司开发用地现金支出相对有所下降。2010 年公司投资活动现金流量净额为 -86.06 亿元。

公司近年来的扩张行为主要通过外部融资来平衡公司资金需求。2008~2010 年公司筹资活动前现金流量净额分别为 -23.53 亿元、-5.76 亿元和 -53.94 亿元，筹资活动现金流量净额分别为 26.17 亿元、28.31 亿元和 63.61 亿元。

未来几年公司将新增十字门中央商务区的大规模投资支出，该开发项目具有一定的周期，收益和现金流的实现相对投入有所滞后，预计未来公司仍将新增较大的债务融资。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率较高，三年平均值为 240.92%，2010 年底为 276.79%，但由于流动资产中存货占比高，公司速动比率偏低，三年平均值为 62.03%，剔除流动负债中占比较高的预收账款，修正后的速动比率三年平均值为 154.35%，2010 年底为 159.26%，充裕的预收款项为公司债务的偿还提供了资金支持。2008~2010 年经营现金流动负债比均值为 25.23%，2010 年为 29.69%，公司短期债务偿还能力较强。

从长期偿债能力指标看，2008~2010 年公司全部债务/EBITDA 均值为 6.50 倍，公司现有债务结构以长期债务为主，公司现有盈利能力

对公司债务具有较好的保障程度。由于 2010 年起开始，公司对十字门中央商务区进行开发，未来 3 年内，公司新增的债务规模和现金流短期内匹配性较差，公司偿债指标将有所弱化，但公司对于该部分新增的借款计划通过中长期贷款解决，届时公司土地出让收益具有较好的收益预期，并且珠海市政府为十字门商务区的贷款偿还设立了专项偿债计划，公司整体偿债能力仍将维持在较高的水平。

截至 2010 年底，公司无对外担保。

截至 2010 年底，公司本部共计获得银行授信额度 253.58 亿元，实际使用 4.17 亿元，剩余额度主要是针对十字门中央商务区项目的授信。公司间接融资渠道畅通。

七、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为 25 亿元，分别占 2010 年底公司长期债务和全部债务的 41.37% 和 32.06%，对公司现有债务具有较大影响。

2010 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 54.66% 和 35.75%，以公司 2010 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期 25 亿元市政项目建设债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 58.05% 和 42.35%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿债能力分析

本期债券无担保。针对本期债券的偿还，公司设立了偿债资金专户，公司从发行当年起按如下计划计提专项资金并将所归集的专项资金集中存放在偿债资金专户。

① 偿债资金提取

本期债券为 6 年期固定利率债券，本期债券设置提前偿还条款，即自在债券存续期的第 3、4、5、6 年还本付息期末分别偿还本金的 25%。针对债券结构，公司偿债资金提取方案如下：

本期债券存续期间的前 2 年：每年均在付

息日前 10 个工作日，由公司支付当期利息款；第 3、4、5、6 年：付息日前 2 个月，公司划拨 10% 本金至专项偿债资金账户，付息日前 10 个工作日，公司再划拨 15% 本金和当期利息至专项偿债资金账户。

表 4 偿债资金安排

年份	当期支付额
第一年	当期利息
第二年	当期利息
第三年	前 2 个月：10% 本金 前 10 个工作日：15% 本金+当期利息
第四年	前 2 个月：10% 本金 前 10 个工作日：15% 本金+当期利息
第五年	前 2 个月：10% 本金 前 10 个工作日：15% 本金+当期利息
第六年	前 2 个月：10% 本金 前 10 个工作日：15% 本金+当期利息

资料来源：根据公司提供资料进行整理

偿债资金主要来源于十字门中央商务区土地一级开发出让分成收益，若有不足，公司将通过其他经营性收入不足。通过前述关于公司在十字门中央商务区（横琴片区）的土地出让分成收益的预测，在债券存续期内，公司的土地一级开发分成收益对与偿债资金的提取具有较强的保障。

② 偿债资金的监管

针对本期债券的偿债资金，公司作为发行人、中国工商银行珠海分行作为账户监管人与主承销商国金证券股份有限公司签订了《2012 年珠海华发集团有限公司专项偿债资金及资金三方监管协议》，即：国金证券应于每年划款日前 20 个工作日书面通知发行人当年每期应计提的专项资金金额，同时将该通知抄送账户监管人。账户监管人负责根据国金证券书面通知，核对发行人是否按时将应计提的专项资金足额按时划拨至专项偿债资金账户，并以书面形式通知国金证券。如发现发行人未按时足额将专项资金划拨至专项资金专户，账户监管人应在

当日内书面通知要求发行人补足，同时将此情形书面通知国金证券。如发行人在接到账户监管人通知后 5 个工作日内未补足专项资金，账户监管人应立即将此情形书面通知国金证券，由国金证券负责督促发行人履行应尽义务，如发行人仍未在 2 日内补足专项资金，账户监管人应于次日书面通知国金证券，国金证券有义务于收到账户监管人书面通知后 2 日内向投资人公开披露相关信息。

本期债券存续期内，中国工商银行珠海分行作为监管银行，在国家法律、法规和信贷政策允许的前提下，对公司给予流动资金信贷支持。当公司发生资金困难时，监管银行可以根据公司的申请，按照相关程序进行评审，经评审合格并报经有权审批人批准后，监管银行可对其提供信贷支持以解决公司临时资金困难。

同时，为维护全体债权人的合法权益，且由于债券持有人的不确定性，公司特为债券持有人聘请主承销商国金证券担任本期债券的债券受托管理人。公司和债券受托管理人制定了《债券持有人会议规则》，债券持有人可以通过债券受托管理人行使权利，也可通过债券持有人会议行使权利。

整体来看，公司为本期债券设立了偿债资金专户，对于本期债券的保障程度较好。偿债资金专户由中国工商银行珠海分行对偿债资金专项账户进行监管，同时由其提供流动性贷款支持，本期市政项目建设债券整体偿债风险低。

八、综合评价

横琴新区是粤港澳紧密合作的新载体和示范区，横琴新区的开发建设政治经济意义突出，公司作为横琴新区核心功能区的城市运营商，战略地位突出，政府支持力度较大。目前该区域的开发建设处于起步阶段，未来一级土地开发收益分成与公司在该区域的投资规模有望实现动态平衡。

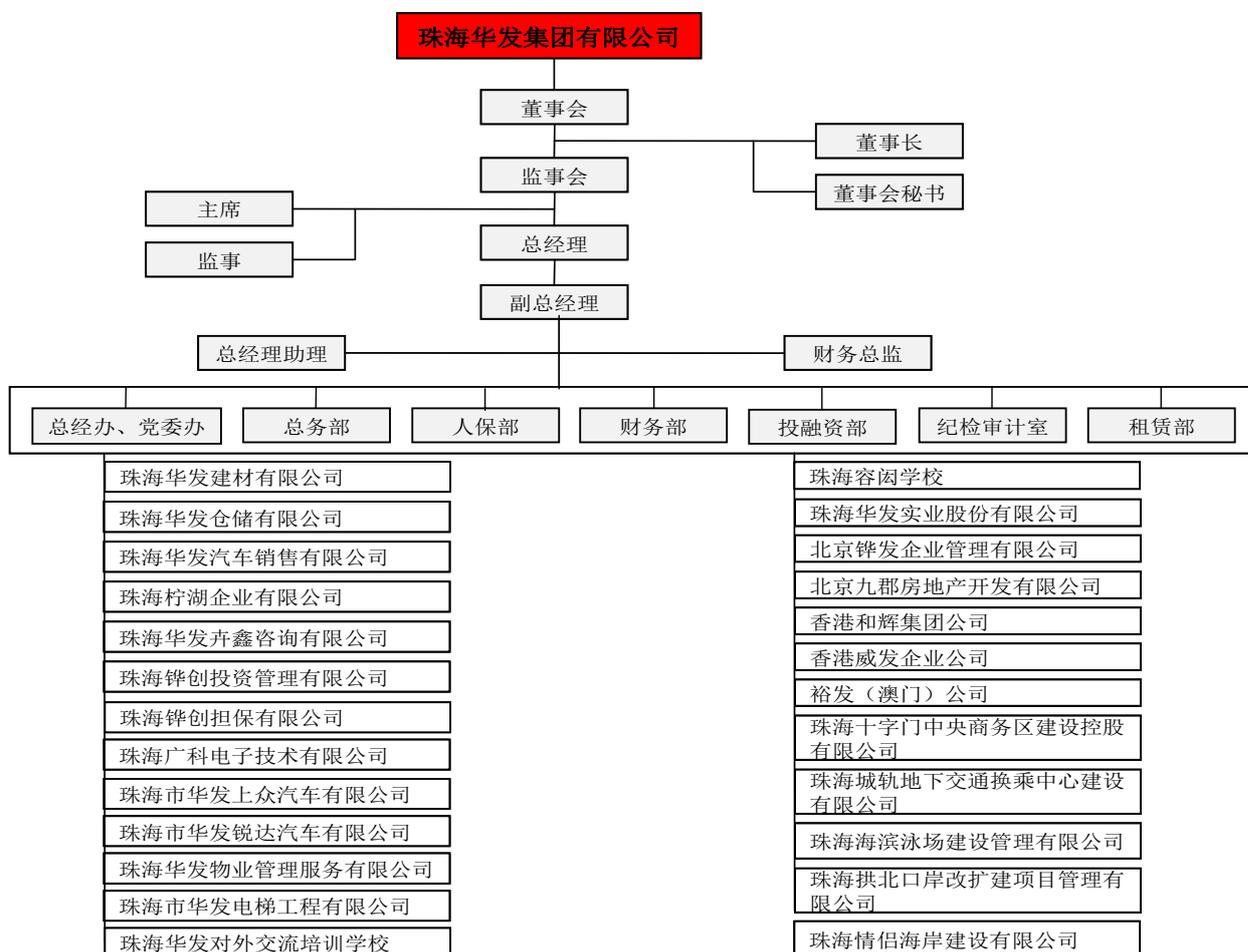
同时公司作为总部基地企业，品牌知名度较高、土地储备充足、经营策略稳健、盈利能力较强。

联合资信同时关注到公司土地一级开发易受宏观经济和政策影响、未来资本性支出大等因素对公司信用水平产生不利影响。

本期市政项目建设债券无担保。公司为有效归集本期债券的偿债资金，设立了偿债资金专户。同时，偿债资金专户的监管银行为本期债券提供了流动性贷款支持。

整体看，本期债券整体偿债风险较低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	204326.57	427123.53	529036.89	60.91
交易性金融资产	0.00	74.08	3957.49	
委托贷款	3100.00	18700.00	4930.00	
	0.00	0.00	0.00	
应收账款	326.89	983.15	891.62	65.16
预付款项	2256.23	271175.05	131757.90	664.18
应收利息	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	15855.87	11969.70	12980.44	-9.52
存货	1026555.09	1256468.76	2310411.21	50.02
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	
流动资产合计	1252420.64	1986494.26	2993965.55	54.61
非流动资产：	0.00	0.00	0.00	
可供出售金融资产	9348.53	13464.35	10727.26	
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	
长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	2590.00	8590.00	9289.99	89.39
投资性房地产	1766.63	1784.69	1713.65	-1.51
固定资产	9227.91	37039.38	51844.10	137.03
在建工程	78.56	1086.94	2099.97	417.01
无形资产	203881.36	4687.83	8045.36	-80.14
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉	5736.25	5736.25	5736.25	0.00
长期待摊费用	503.32	312.38	460.57	-4.34
递延所得税资产	4770.66	6472.24	5840.97	10.65
其他非流动资产	1766.42	1767.88	1727.68	-1.10
非流动资产合计	239669.65	80941.94	97485.80	-36.22
资产总计	1492090.29	2067436.20	3091451.35	43.94

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	49450.00	153560.58	85398.94	31.41
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	
应付账款	60064.89	55797.27	157885.26	62.13
预收款项	355263.99	564125.41	652460.25	35.52
应付职工薪酬	2787.33	3847.69	5668.79	42.61
应交税费	-519.69	765.37	21459.08	
应付利息	0.00	2625.00	2625.00	
应付股利	0.00	61.74	0.00	
其他应付款	66114.76	35155.25	65983.79	-0.10
未到期责任准备金	0.00	0.00	51.06	
担保赔偿准备金	0.00	0.00	46.51	
一年内到期的非流动负债	113910.58	117900.00	90100.00	-11.06
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	647071.85	933838.31	1081678.68	29.29
	0.00	0.00	0.00	
非流动负债：	0.00	0.00	0.00	
长期借款	335850.00	366100.00	427162.50	12.78
应付债券	0.00	176382.17	177137.20	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	
专项应付款	0.00	0.00	0.00	
递延收益	0.00	0.00	1680.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	1101.85	2413.28	2034.08	35.87
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	336951.85	544895.46	608013.77	34.33
负债合计	984023.71	1478733.76	1689692.45	31.04
	0.00	0.00	0.00	
所有者权益（或股东权益）：	0.00	0.00	0.00	
实收资本（或股本）	40000.00	40000.00	100000.00	58.11
资本公积	12821.04	16508.75	660662.70	617.84
盈余公积	30577.86	32760.42	35482.37	7.72
未分配利润	55019.53	71731.01	91693.16	29.10
外币报表折算差额	677.61	690.06	953.12	18.60
归属于母公司所有者权益合计	139096.04	161690.24	888791.34	152.78
少数股东权益	368970.55	427012.19	512967.56	17.91
所有者权益（或股东权益）合计	508066.59	588702.44	1401758.90	66.10
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1492090.29	2067436.20	3091451.35	43.94

附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、营业收入	379120.54	475422.99	753314.80	40.96
减：营业成本	243213.47	301877.42	508870.13	44.65
营业税金及附加	28733.49	44231.11	76880.40	63.57
销售费用	13697.00	12696.70	14344.29	2.34
管理费用	21869.77	22051.28	28695.24	14.55
财务费用	7701.90	4094.87	9166.03	9.09
资产减值损失	2104.21	211.86	385.37	-57.20
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00	
投资收益（损失以“-”号填列）	641.11	3894.16	3643.01	138.38
	0.00	0.00	0.00	
	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	62441.82	94153.92	118616.36	37.83
加：营业外收入	853.29	688.82	1221.93	19.67
减：营业外支出	1334.04	735.17	2376.54	33.47
其中：非流动资产处置损失	24.50	3.10	17.09	-16.48
	0.00	0.00	0.00	
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	61961.08	94107.57	117461.75	37.69
减：所得税费用	17969.39	20028.39	31594.71	32.60
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	43991.69	74079.18	85867.04	39.71
少数股东损益	12595.90	52253.48	58647.61	115.78
五、归属于母公司所有者的净利润	31395.79	21825.69	27219.42	-6.79

附件 4-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	391373.48	677244.17	850447.81	47.41
收到的税费返还	1.14	0.00	0.00	-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	43463.68	22124.90	31663.54	-14.65
经营活动现金流入小计	434838.30	699369.07	882111.35	42.43
购买商品、接受劳务支付的现金	244084.72	318011.64	395829.34	27.35
支付给职工以及为职工支付的现金	23801.71	28429.80	35515.54	22.15
支付的各项税费	54313.67	69008.08	92436.62	30.46
支付其他与经营活动有关的现金	25119.24	45048.27	37127.22	21.57
经营活动现金流出小计	347319.35	460497.79	560908.73	27.08
经营活动产生的现金流量净额	87518.95	238871.28	321202.62	91.57
二、投资活动产生的现金流量:	0.00	0.00	0.00	
收回投资收到的现金	1469.61	15904.20	99681.85	723.58
取得投资收益收到的现金	280.74	485.70	3832.34	269.47
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.16	0.11	31.53	1,303.74
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	288.72	0.00	0.00	-100.00
投资活动现金流入小计	2039.23	16390.01	103545.72	612.58
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	298425.89	272451.79	874237.54	71.16
投资支付的现金	26438.32	40446.84	89932.47	84.43
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	324864.20	312898.63	964170.02	72.28
投资活动产生的现金流量净额	-322824.97	-296508.62	-860624.30	63.28
三、筹资活动产生的现金流量:	0.00	0.00	0.00	
吸收投资收到的现金	184732.80	12200.00	739900.00	100.13
取得借款收到的现金	465521.98	570510.58	386498.94	-8.88
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	178879.88	0.00	
筹资活动现金流入小计	650254.78	761590.46	1126398.94	31.61
偿还债务支付的现金	343686.40	432160.58	422410.58	10.86
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	42152.83	46339.27	62116.65	21.39
支付其他与筹资活动有关的现金	2655.00	0.00	5786.98	47.64
筹资活动现金流出小计	388494.23	478499.85	490314.21	12.34
筹资活动产生的现金流量净额	261760.55	283090.60	636084.73	55.89
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-54.02	-1.30	-49.69	-4.09
五、现金及现金等价物净增加额	26400.50	225451.96	96613.36	91.30
加: 期初现金及现金等价物余额	175271.07	201671.57	427123.53	56.11
六、期末现金及现金等价物余额	201671.57	427123.53	523736.89	61.15

附件 4-2 合并现金流量表（续）
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	43991.69	74079.18	85867.04	39.71
加：计提的减值准备	2104.21	211.86	385.37	-57.20
固定资产折旧、投资性房地产折旧及摊销	954.47	1500.87	2263.20	53.99
无形资产摊销	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用摊销	2976.29	2345.15	171.83	-75.97
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	417.01	351.55	333.56	-10.56
固定资产报废损失	22.34	2.90	17.09	-12.53
公允价值变动损失（减：收益）	2.16	0.20	0.00	-100.00
财务费用	0.00	0.00	0.00	
投资损失(减:收益)	11129.87	9160.46	12964.11	7.93
递延所得税资产减少（减：增加）	-641.11	-3894.16	-3643.01	138.38
递延所得税负债增加（减：减少）	-2803.44	-1626.71	631.28	
存货的减少(减:增加)	97.19	74.87	0.00	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-434516.76	-21172.10	-11784.54	-83.53
经营性应付项目的增加(减:减少)	369086.68	98166.42	-10374.97	
其他	94698.34	79670.80	244371.66	60.64
其他	0.00	0.00	0.00	
经营性活动产生的现金流量净额	87518.95	238871.28	321202.62	91.57
二、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	201671.57	427123.53	523736.89	61.15
减：货币资金的期初余额	175271.07	201671.57	427123.53	56.11
加： 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	26400.50	225451.96	96613.36	91.30

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	152.74	725.82	803.63	650.11
存货周转次数(次)	0.47	0.26	0.29	0.32
总资产周转次数(次)	0.12	0.27	0.29	0.25
现金收入比(%)	103.23	142.45	112.89	119.83
盈利能力				
营业利润率(%)	28.27	27.20	22.24	24.94
总资本收益率(%)	5.47	5.93	4.51	5.13
净资产收益率(%)	8.66	12.58	6.13	8.57
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	39.80	47.96	30.12	37.41
全部债务资本化比率(%)	49.56	58.03	35.75	45.19
资产负债率(%)	65.95	71.53	54.66	61.98
偿债能力				
流动比率(%)	193.55	212.72	276.79	240.92
速动比率(%)	34.91	78.17	63.19	62.03
经营现金流动负债比(%)	13.53	25.58	29.69	25.23
EBITDA 利息倍数(倍)	0.42	0.36	0.63	0.51
全部债务/EBITDA(倍)	6.45	7.57	5.88	6.50
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.47	-0.07	-0.69	-0.46
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.28	-0.19	-2.58	-1.60
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.31	0.43	0.53	0.56
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.74	2.80	3.53	2.19
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.35	0.96	1.28	0.76
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.94	-0.23	-2.16	-2.09

附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后,所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 珠海华发集团有限公司 2012年度25亿元市政项目建设债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

珠海华发集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料）。珠海华发集团有限公司、交易结构中其他有关各方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，珠海华发集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注珠海华发集团有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，如发现珠海华发集团有限公司、交易结构中其他有关各方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如珠海华发集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送珠海华发集团有限公司、主管部门、交易机构等。

