

广州东华实业股份有限公司

2009 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: A+

评级展望: 稳定

担保方式: 资产抵押

发行规模: 人民币 3 亿元

债券期限: 自本次公司债券发行日起 6 年

还本付息方式: 每年付息、到期一次还本

评级时间: 2009 年 3 月 18 日

主要财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(万元)	202,323.40	238,078.25	251,129.92
所有者权益(万元)	48,106.29	56,177.34	92,304.35
长期债务(万元)	19,400.00	44,765.00	14,630.00
全部债务(万元)	50,073.00	62,223.36	49,777.60
营业收入(万元)	34,379.35	118,626.60	129,196.58
净利润(万元)	4,024.77	9,571.05	13,544.18
EBITDA(万元)	4,808.39	14,679.38	19,715.21
经营性净现金流(万元)	32,478.78	-6,663.71	-3,886.49
营业利润率(%)	27.96	18.80	24.06
净资产收益率(%)	8.37	17.04	14.67
资产负债率(%)	76.22	76.40	63.24
全部债务资本化比率(%)	51.00	52.55	35.03
流动比率(%)	138.19	162.48	164.08
全部债务/EBITDA(倍)	10.41	4.24	2.52
EBITDA 利息倍数(倍)	4.93	17.11	38.64
EBITDA/本期发债额(倍)	0.16	0.49	0.66

注: 广州东华实业股份有限公司 2007 年执行新会计准则, 并对 2006 年财务数据进行追溯, 上表数据均为追溯调整数; 2006~2008 年财务报表均经过审计。

评级观点

天津中诚资信评估有限公司(以下简称“天津中诚”) 对广州东华实业股份有限公司(以下简称“公司”或“东华实业”) 及本期债券的评级结果充分反映了公司具有丰富的房地产开发经验, 目前在建项目的品质较高, 土地储备规模适中, 经营效率较高, 主营业务盈利能力较强, 偿债能力较强。同时, 天津中诚也关注到房地产市场下滑、公司收入规模小、目前拟开发项目较多、资金压力较大等因素对公司信用水平的不利影响。

基于对公司主要开发项目所在地北京、江门和广州等地房地产市场发展前景的判断和公司房地产开发项目的盈利能力分析, 天津中诚对公司的评级展望为稳定。

本期债券由公司及其控股子公司的自有资产抵押担保, 资产评估价值为 61,037.31 万元, 对发债额度的保护倍数为 2.03 倍, 该部分资产所形成的担保对本期债券信用状况具有积极的影响。总体看, 本期债券到期不能偿付的风险较小。

优势

1. 公司具有多年的房地产开发经验, “天鹅湾”房地产品牌在北京等地具有较高的知名度, 经营较为稳健;
2. 公司土地储备适中, 且大部分项目土地取得价格较低, 盈利能力有所保证;
3. 公司房地产项目分布在北京、广州和江门等地, 能在一定程度上规避项目集中在某一地区时该地区房地产市场大幅下滑带来的风险。

关注

1. 在目前宏观经济形势下, 房地产业呈下滑趋势, 公司作为房地产开发公司面临的系统性风险加大;
2. 公司在开发和拟开发的项目较多, 相对公司目前的营业规模和现金储备, 有一定的资金压力;
3. 公司目前业务以住宅开发为主, 产品结构相对单一;
4. 公司资产中存货占比较大, 经营现金流量波动较大。

分析师

刘洪涛

电话 022-23301769-804

邮箱 liuhongtao@lianheci.com

金磊

电话 022-23301769-804

邮箱 jinlei@lianheci.com

李晶

电话 02223301769-806

邮箱 lijing@lianheci.com

传真: 022-23301646

地址: 天津市和平区解放北路 165 号 (300040)

Http: // www.tjzczx.com

信用评级报告声明

除因本次评级事项天津中诚信评估有限公司（天津中诚）与广州东华实业股份有限公司构成委托关系外，天津中诚、评估人员与广州东华实业股份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。

天津中诚与评估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。

本信用评级报告的评级结论是天津中诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广州东华实业股份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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由广州东华实业股份有限公司提供，天津中诚对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但天津中诚的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

广州东华实业股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，天津中诚将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

广州东华实业股份有限公司（以下简称“公司”或“东华实业”）的前身为成立于 1983 年 6 月的广州东华实业公司，1988 年 9 月经广州市经济体制改革委员会穗改字（1988）3 号文批准，改组设立为股份有限公司，并于 1988 年 12 月经中国人民银行广州分行（1988）穗银金字 285 号文批准向社会公开发行股票 30 万股，每股面值 100 元。1993 年 4 月，经广州市经济体制改革委员会穗改股字[1993]14 号同意，公司股票拆细为每股面值 1 元。

经中国证券监督管理委员会以证监发行字[2001]6 号文核准同意公司社会公众股票上市流通，公司股票于 2001 年 3 月 19 日在上海证券交易所挂牌交易，股票代码：600393。

2003 年 7 月 18 日，公司原控股股东广州东华实业资产经营公司与广州粤泰集团有限公司（以下简称“粤泰集团”）签署《股份转让协议》，将广州东华实业资产经营公司持有的占公司总股本 55% 的国有股 11,000 万股转让给粤泰集团，本次股权转让获得了国务院国有资产监督管理委员会国资产权[2004]163 号文件批准。

截至 2008 年底，公司总股本为 30,000 万股，其中粤泰集团持股 48.83%，为公司控股股东；北京京城华威投资有限公司持股 7.41%；其他无持股比例超过 5% 的股东。公司实际控制人为自然人杨树坪。

公司注册地址：广州市寺右新马路 170 号四楼；法定代表人：杨树坪。

公司主营业务为房地产开发，目前主营业务收入来自于北京地区、广东江门地区以及广州地区的商品房开发、销售。

公司本部设有设计技术部、财务部、工程部、预结算中心、企业管理与发展部等 10 个职能部门（见附件 6）。截至 2008 年底，公司拥有在职员工 625 人。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 251,129.92 万元，负债合计 158,825.57 万元，所有者权益（含少数股东权益）92,304.35 万元。2008 年，公司实现营业收入 129,196.58 万元，净利润（含少数股东损益）13,544.18 万元。

二、本期债券及募集资金投向

1. 本期债券概况

本期债券名称为“广州东华实业股份有限公司 2009 年公司债券”，发行规模为人民币 3 亿元，债券的期限为 6 年。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。票面利率由发行人和保荐人（主承销商）通过市场询价协商确定。

本期公司债券采用抵押担保方式，公司及其控股子公司将其合法拥有的部分房产及国有土地使用权作为抵押物进行抵押，以保障本期公司债券的本息按照约定如期足额兑付。

2. 本期债券募集资金投资项目

根据公司 2009 年 2 月 15 日第五届第三十九次董事会通过的《关于发行公司债券的议案》，公司拟安排部分债券募集资金偿还商业银行借款，优化公司债务结构，其余募集资金用于补充流动资金。

三、行业分析

房地产行业是国民经济的基础性传统行业之一，产业关联度高，既是推动国民经济增长的重要引擎，同时，对众多行业的发展具有带动作用，在国民经济中具有重要地位。

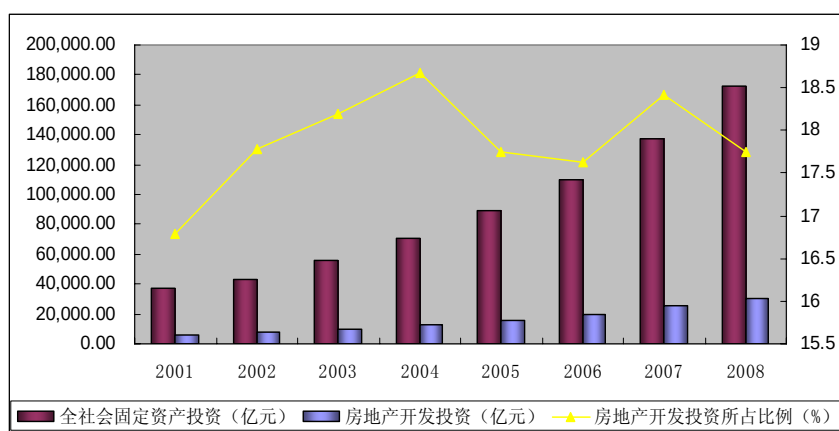
1. 行业状况

近年来，我国的房地产开发投资一直保持在30%左右的增长水平。尤其是2006年、2007年，由于长期的低利率政策、人民币升值预期和市场的刚性需求增加等原因，房地产行业出现了爆发式的增长，房价攀升到了历史高点。但从2007年11月开始，国家宏观调控政策的作用开始显现，房地产市场景气回落。

（1）房地产开发投资规模与速度

2008年，在国际金融市场动荡、国内经济增速放缓的背景下，房地产市场全年都在经历调整，市场供给方资金链条绷紧。根据国家统计局的统计数据，2008年全年全社会固定资产累计投资额172,291亿元，同比增长25.5%；房地产开发投资完成30,580亿元，同比增长20.9%，低于同期固定资产投资增长率4.60个百分点，占固定资产投资的比重为17.75%，比上年略有降低（见图1）。按工程用途分，2008年房地产投资中，商品住宅投资22,081亿元，增长22.6%；办公楼投资1,112亿元，增长7.4%；商业营业用房投资3,200亿元，增长14.9%。

图1 2001~2008年全社会固定资产投资、房地产开发投资及其对比

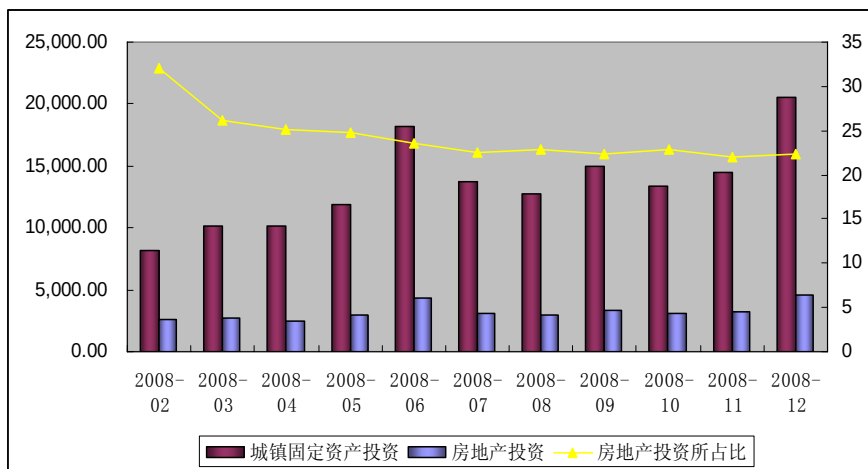


资料来源：国家统计局

2008年由于受经济危机的影响，房地产整体投资规模趋缓，其在城镇固定资产投资规模中所占比例呈现下降趋势（如图2），从年初的32.06%下降到22.28%。同时在宏观经济的刺激作用下，12月份的城镇固定资产投资额达到全年的峰值20,553.11亿元，但房地产投资额变动不大，达到4,578.45亿元，占城镇固定资产投资总额的22.28%，可见房地产投资在中国政府08年末启动的经济刺激计划中表现偏弱。

图2 2008年城镇固定资产投资、房地产投资及其对比

单位：亿元（左轴）、%（右轴）

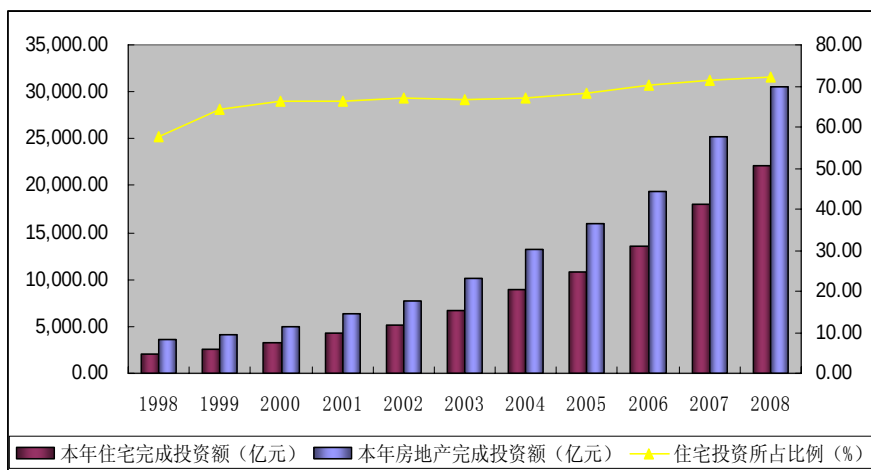


资料来源：WIND资讯

中国房地产业始终以住宅作为主要投资领域。随着城镇住房制度改革的深化，住房货币化分配制度的确立，个人住房消费逐渐成为市场主体。从图3中可以看出，1998年以来住宅投资在房地产投资中占比平稳上升，虽然自2003年开始，国家加强了对房地产投资过热的宏观调控，但住宅投资在房地产投资中的主导地位没改变，并呈现上升趋势，2008年达到72.21%。

图3 1998~2008年房地产开发投资、住宅开发投资及其对比

单位：亿元（左轴）、%（右轴）

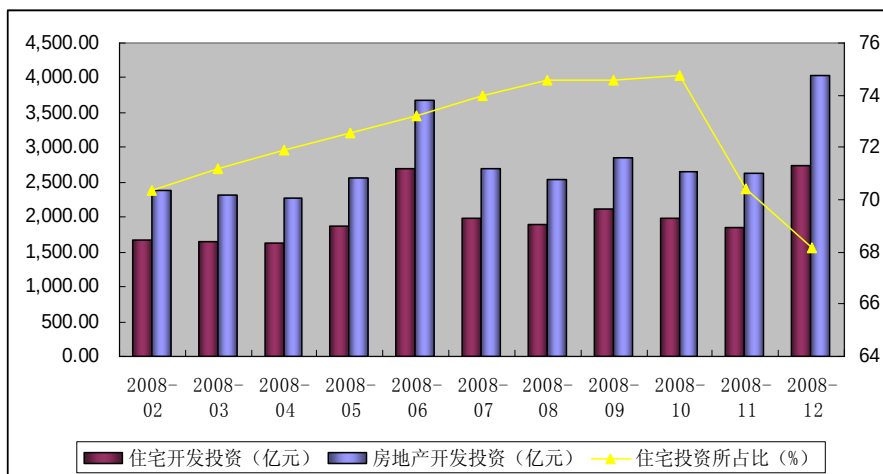


资料来源：国家统计局

需要注意的是，2008年住宅投资占房地产投资的比例波动较明显（见图4），2008年10月住宅投资占比达到74.77%后突然下滑，12月份更是下滑至全年的低点68.13%，但同时也应该注意到住宅投资的绝对值为2,748.60亿元，为全年最高，可见住宅类投资虽在房地产投资中占比下降，但总量并未下降，该现象是由于我国在08年四季度开始实施的宏观经济调控政策引起的，在拉动经济的同时，增加保障性住房，所以住宅类的供给规模也会维持在一定水平上。

图4 2008年房地产投资完成额、住宅投资完成额及比例变化

单位：亿元（左轴）、%（右轴）

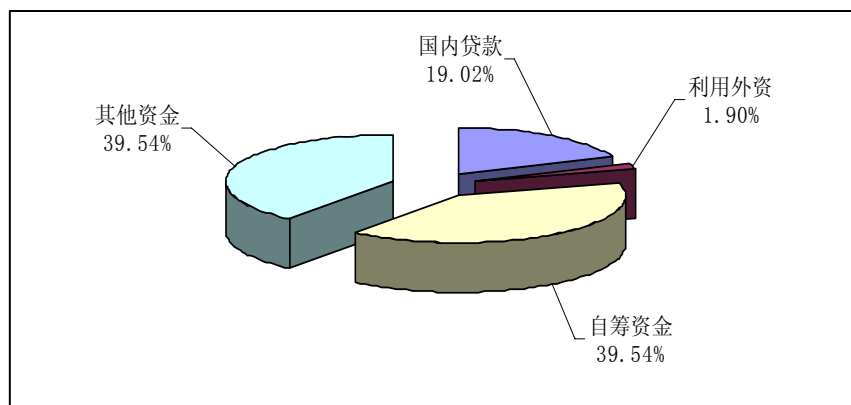


资料来源：WIND资讯

（2）开发资金来源

根据WIND数据显示，2008年中国房地产开发企业累计到位资金38,146亿元，同比增长2.36%，较2007年增速下降了36.21个百分点，资金来源主要包括自筹资金、其他资金和国内贷款（见图5），其中自筹资金主要包括企事业单位自有资金，占自筹资金比例为57.61%，其他资金主要包括定金及预付款，占其他资金比例为61.57%。

图5 2008年房地产行业资金来源构成



资料来源：WIND资讯

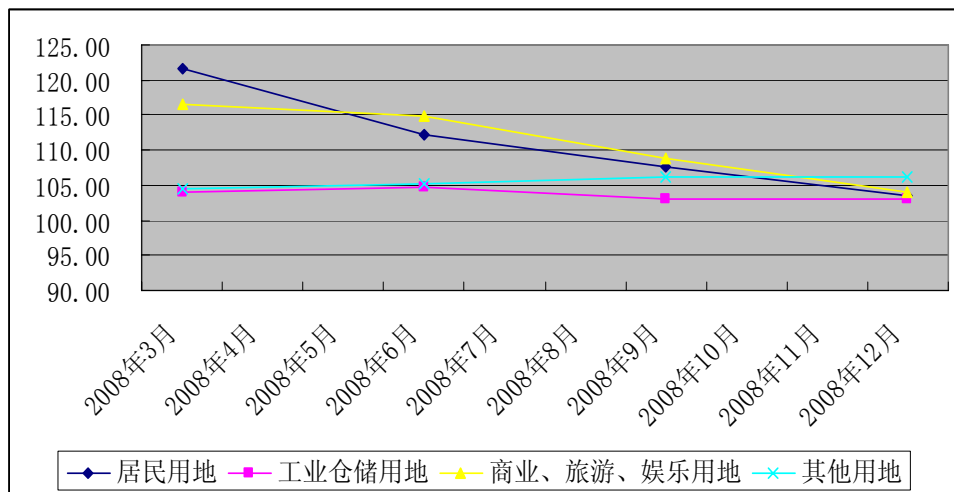
2008年以来，由于需求者观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。在央行发布的《2008年第四季度货币执行报告》中披露，在2008年贷款投向中，人民币中长期贷款主要投向为基础设施行业、房地产业和制造业，其中用于房地产业的中长期贷款为2,407亿元，占新增中长期贷款的比重由上年同期的13.9%下降到10.8%，用于房地产项目的中长期贷款比例在下降，很可能是由于资金贷出方对于远期不确定风险的回避，出现了惜贷现象。中长期贷款减少会增加房地产企业的短期融资压力，加速部分房地产企业的资金链紧张状况。

（3）土地供应情况

2008年在国家一系列的宏观与行业调控政策实施后，房地产开发企业购地热情出现降温，加

上房地产开发企业销售与融资不畅使资金偏紧，土地流拍、退地等现象开始出现，据中国指数研究院土地价格指数系统对 60 个大中城市招拍挂土地市场长期进行监测的结果，截止 10 月底，全国 60 个大中城市住宅用地流标流拍宗数约 1,300 块，土地面积约 6,000 万平方米，其规划面积超过 1 亿平方米，相当于 07 年总供应量的 1/5 左右，土地供求关系较 2007 年明显发生了逆转，如图 6 所示，居民和商业用地价格指数出现了明显的回落，其中居民用地土地价格指数由 121.70 回落到 103.42，商业用地价格指数由 116.50 回落到 103.97，供大于求的市场情况和宏观调控的压力，使得土地价格出现了调整。

图6 2008年房地产土地价格指数



资料来源：WIND资讯

2008年全国土地购置面积3.68亿平方米，较2007年下降9.42%；2008年全国完成土地开发面积2.6亿平方米，同比减少3.12%，开发面积大大少于土地购置面积，说明部分企业在取得土地后，开发建设进程明显减慢。

（4）房地产价格

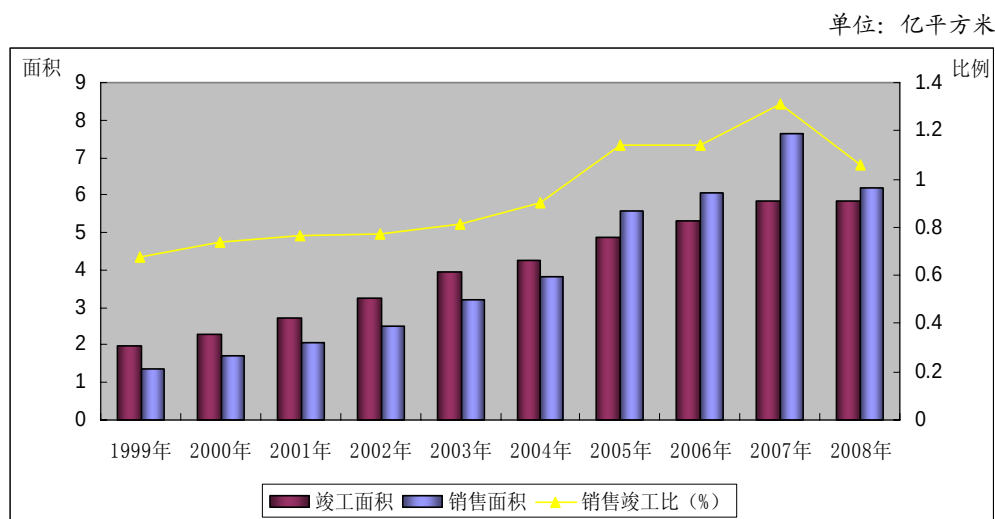
2007年，由于流动性过剩、土地购买价格和开发建设成本上涨较快、对房价上涨的预期和房地产投资性比例提高及住房有效供应不足等原因，全国商品房价格普遍加速上扬，全年商品房平均销售价格为3,885元/平方米，上涨14.9%。2007年一至三季度，全国70个大中城市房屋销售价格持续上涨，四季度后部分城市房价有所下降，全国商品房屋交易量和房价环比涨幅有所回落。

2008年以来，房价逐步向理性回归，国家统计局数据显示，2008年12月份，全国70个大中城市房屋销售价格同比下降0.4%，环比下降0.5%，其中新建住宅销售价格同比下降0.8%，环比下降0.7%，除了整体延续2008年以来房价涨幅逐月回落的趋势外，广州、深圳等多个城市房价出现下跌，房地产市场出现观望和调整。房价涨幅趋缓和一些城市房价回落，使得房地产市场持币观望的气氛蔓延。

（5）商品住房市场供需情况

国家统计局数据显示，2008年全国商品房施工面积为27.41亿平方米，同比增长16.22%，新开工面积9.76亿平方米，同比增长3.15%；竣工面积为5.85亿平方米，同比增长0.46%。2008年商品房销售面积6.21亿平方米，同比下降18.51%，低于同期新开工面积增幅21.66个百分点，低于同期竣工面积增幅18.97个百分点，市场呈现供过于求（见图7）。

图7 1999~2008年全国商品房供求形势



2007年下半年以来受政策调控等因素的影响，商品房成交量出现萎缩，给房地产行业带来了一定的冲击，根据国家统计局公布的数据，2008年，商品房销售额24,071.41亿元，同比下降18.69%。截至2008年10月末全国商品房空置1.33亿平米，同比增长13.1%。从全国商品房销售面积下降和商品房空置面积增长的数据中可以看出，房价过高对潜在需求的抑制已经显现，房地产市场呈现出需求不足的局面。

2. 市场结构和竞争状态

（1）行业集中度低

中国的房地产市场非常分散，2005年、2006年和2007年中国房地产前100强企业分别实现销售额2,072亿元、3,029亿元和5,007亿元，分别占中国市场份额的14.03%，16.78%和19.77%，房地产行业的集中度很低，但在逐年提高。

（2）行业竞争技术含量低

目前中国数万家开发商分散在各个城市，住宅业的工厂化程度只有不到10%的水平，远低于发达国家50%~70%的水平。房地产行业施工技术仍处于初级阶段，技术门槛较低。在现有生产方式的限制下，施工误差大，住宅质量无法取得突破，以客户需求为导向的竞争模式无法完全建立起来。

（3）行业日趋规范，进入门槛日益提高

随着土地供应市场的日益规范 and 市场化运作机制的逐步完善，政府对房地产市场监管力度的不断加强，在土地取得、立项批准、银行信贷等方面提出了更高的监管要求，房地产业的进入门槛将逐渐提高，房地产开发企业将向规模化、集团化和品牌化方向发展。

（4）行业竞争将日益加剧

政府加大经济适用住宅的建设力度，保证满足低收入人群的住房需求，将使中端地产商的潜在目标客户流失，从而加剧这一市场的竞争。经过激烈的竞争，地产商将出现强者愈强，弱者愈弱的局面，从而加剧行业的两极分化趋势。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。

3. 产业政策

针对一些地区住房供求的结构性矛盾，以及近年来房地产价格和投资增长过快的问题，国务院及各部委近年来陆续出台了涉及土地、金融、外资管理和税收等一系列文件和政策，积极推动住房供应结构调整，加大普通住房供应，引导理性住房需求，控制房价上涨幅度，以促进房地产业的长远发展。土地调控政策方面，2003年以来国家土地政策一直为紧缩政策，且主要是在土地开发和出让环节，而对土地使用环节实施的政策较少；信贷政策方面，2007年9月，中国人民银行和中国银监会发布了《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，规定将住房的消费与住房的投资严格区分开；外资政策方面，2007年5月，商务部和国家外汇管理局发布《关于进一步加强、规范外商直接投资房地产业审批和监管的通知》，严格控制外资企业投资国内房地产市场。

税收政策方面，国家主要对住房转让环节和开发环节征税，没有对住房保有环节征税。2006年3月2日，财政部、国家税务总局（以下简称“国税总局”）颁布了《关于土地增值税若干问题的通知》（财税[2006]21号），进一步强调了房地产企业土地增值税预征和清算问题；2006年12月28日，国税总局颁布了《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》（国税发[2006]187号），对加强房地产开发企业土地增值税清算管理工作做出了规定，要求土地增值税以国家有关部门审批的房地产开发项目为单位进行清算，对于分期开发的项目，以分期项目为单位清算；2006年3月6日，国税总局发布了《关于房地产开发业务征收企业所得税的通知》（国税发[2006]31号），上述文件的发布对于规范房地产行业税收管理、打击房地产行业暴利起到了重要的作用。

随着全球金融危机的愈演愈烈，中国出口形势严峻，经济增速面临放缓的压力，扩大内需成了中国经济“保增长”的优选路径。而扩大内需离不开上下游关联度极强的房地产业，基于这种背景，2008年10月17日，国务院常务会议提出的稳定和刺激经济发展的十条措施中指出，要加大保障性住房建设规模，降低住房交易税费，支持居民购房。财政部、国税总局2008年10月22日宣布，决定对个人住房交易环节的税收政策作出调整，降低住房交易税费。中国人民银行2008年10月22日宣布，扩大商业性个人住房贷款利率和个人住房公积金贷款利率的下浮幅度，加强对个人首次购买普通住房的金融支持。一些地区也纷纷出台相应政策，以拉动购房需求，支持房地产行业发展。

房地产业作为国民经济的重要支柱产业，对于拉动钢铁、建材及家电家居用品等产业发展举足轻重，对金融业稳定和发展至关重要，对于推动居民消费结构升级、改善民生具有重要作用，从最新政策可以看出，国家明确要促进房地产市场平稳健康发展，这将对房地产市场产生积极影响。但是由于市场观望气氛较浓，政策仍需要有一个累积、显现的过程。

4. 行业风险关注

（1）资金缺口加大

中国目前以保增长为前提，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，尤其是取消对商业银行的信贷规模限制，但是由于房地产市场前景还充满不确定性，短期内银行对房地产信贷的态度仍将格外审慎，将对信用资质好的房地产企业和盈利前景较好的地产项目放宽，但大多数的房地产企业仍难以解决融资难题，从而加速房地产企业的两极分化。

（2）市场需求明显萎缩

随着一系列调控政策的密集出台，特别是2007年8月国务院《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》和2007年9月央行、银监会《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》等一系列配

套条例的颁布，一部分自住需求得以分流，一部分投资需求得以抑制。消费者在房价下降过程中的观望态度使商品房市场成交量持续低迷，市场需求明显萎缩。

（3）房价将理性回归

目前购房需求受到货币政策、土地政策、税收政策等一系列房地产相关调控政策的抑制，房地产泡沫受到了挤压，居民购房意愿的下降使房价失去上涨的动力，并逐步向理性回归。

2009年，中国房地产行业仍将会面临楼宇供应量增加、楼价受经济大环境影响走势不明朗，自住型购房者谨慎观望的市场环境，由此引发的市场调整有利于房地产市场加速形成优胜劣汰的竞争机制，也有利于少部分专业的房地产企业在竞争中占据优势地位，迅速做大做强。房地产市场的波动将驱使交易价格回归理性，有利于行业持续健康的发展。

天津中诚认为，目前房地产市场已经进入观望、调整的阶段，并将持续一段时间，部分规模较小、土地成本较高和融资渠道有限的房地产开发公司将面临较大的经营压力。但从中长期看，随着中国经济的高速发展，政府大力扩大内需的态度明显，城市化进程的加速，住房消费升级，土地供应政策等都使房地产行业有向好的趋势。实力雄厚、定位恰当、措施得力的房地产企业将处于相对有利的竞争地位，在房地产市场调节中得到稳步的发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以房地产开发为主营业务的上市公司，具有房地产开发一级资质和二十多年的房地产开发经验，曾先后开发过“东湖新村”、“益丰花园”等十几个项目，累计开发建筑面积超过100万平方米，是中国最早引进外资开发房地产的企业，也是最早向境外销售商品房的企业。

目前，公司业务主要集中于北京、广东江门以及广州等三个地区，控股子公司江门市东华房地产开发有限公司（以下简称“江门东华”）、北京东华基业投资有限公司（以下简称“北京东华”）均具有房地产开发二级资质。

公司控股子公司江门东华目前正在开发的江门“天鹅湾”项目规模较大，开发的住宅包括公寓、高层、双拼别墅、联排别墅等，为公司江门地区未来主要开发项目。江门“天鹅湾”项目在江门地区有较高的知名度，具有较强的区域市场竞争力。

公司在北京的“天鹅湾”项目品质较高，相关配套设施齐全，物业服务完善，被网易传媒评选为中国地产城市豪宅新趋势代表作，在北京房地产市场有一定的市场竞争力。

公司在创新设计的同时保证良好的工程质量，创建的“天鹅湾”房地产品牌在北京和江门等地具有较高的知名度，“广州东华实业股份有限公司”以及公司商标图形从2002年至2008年为广州市不动产代理、管理的著名商标品牌。

截至2008年底，公司拥有权益土地储备58.11万平方米，规划建筑面积143.61万平方米。公司目前储备的许多项目的土地具备资源稀缺的特点，具有较强的升值潜力，像虹湾国际中心、广州寺右新马路规划商住楼（也称作“嘉盛地块”）、益丰三期等地块均具有较大的增值潜力。随着土地稀缺程度的增加，公司土地储备优势将逐步显现。

总体看，公司房地产开发经验丰富，在行业内属中等规模。

2. 人员素质

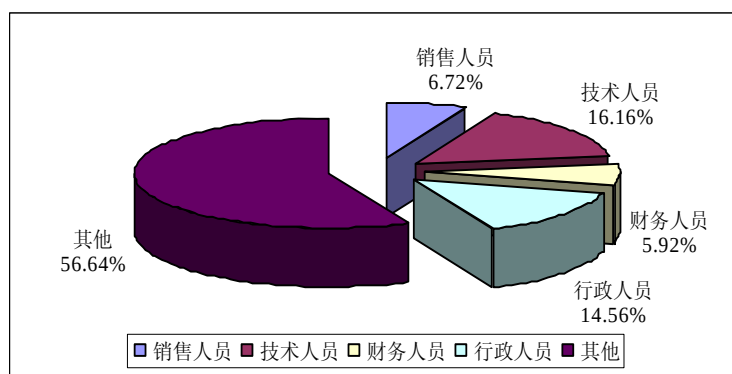
公司董事长杨树坪先生，现年51岁，曾任广州房地产学会副会长、广州市房地产业协会副会

长、广州青年商会副会长、广州市工商联联合会常委，1995 年至今任广州粤泰集团有限公司董事兼总裁、广州城启集团有限公司董事长兼总裁，具有多年的行政管理和企业管理经验。

总经理何德赞，现年 40 岁，学士学位，曾任新世界中国地产有限公司广州项目管理中心东方项目副总经理，广州城启集团销售中心总经理，集团总裁助理，集团副总裁，江门市城启房地产开发有限公司总经理等职，具有丰富的行业管理经验。

截至 2008 年底，公司在职工 625 人，其中具有本科及以上学历的 104 人，具有大专学历的 174 人，拥有高级技术职称的 12 人，中级技术职称 50 人，员工学历结构符合企业特点，素质水平较高。

图 8 公司人员构成一览表



资料来源：公司提供（其他人员主要为物业人员）

总体来看，公司员工中物业人员占比较大，行政人员、技术人员学历水平较高，符合公司所属行业特点。公司领导层管理经验丰富，中高层管理人员素质较高，从业经验丰富，整体素质较高。

3. 股东支持

粤泰集团通过股权收购的方式成为公司控股股东，自收购以来将其及其关联方的优质资产置入公司，目前公司在北京、江门等地的主要房地产项目均是由大股东及其关联方通过资产置换或股权转让等方式置入公司，为公司的发展提供了必要基础。

目前粤泰集团的控股股东广州城启集团有限公司（以下简称“城启集团”）仍有许多可供开发的优质房地产资源，粤泰集团及城启集团有意向将该部分资产置入公司（公司曾于 2006 年 9 月 13 日公告），该计划一旦实施，公司的综合实力将显著得到提高。

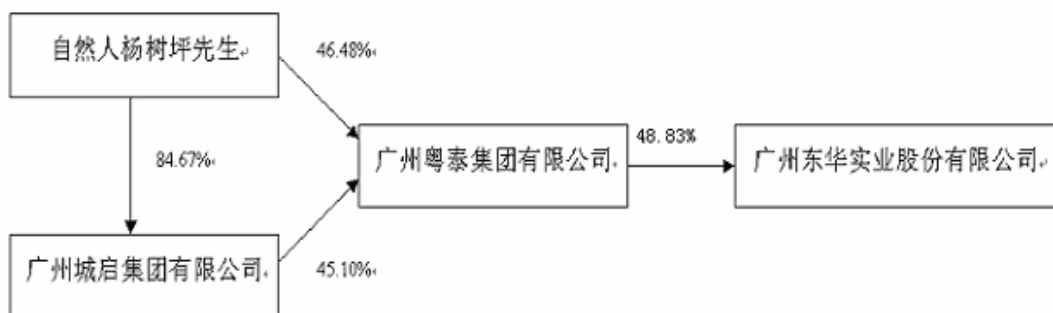
综合看，公司在土地资源、项目等方面得到了股东较大的支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司的实际控制人自然人杨树坪先生（见图 9），股权相对比较集中。

图 9 公司实际控制关系图



公司按照《公司法》、《证券法》等法律法规要求规范运作，严格执行《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度，建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 9 名成员组成，其中独立董事 3 人。公司监事会由 3 名监事组成，监事会设监事会主席 1 名。公司设总经理一名，主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。

总体看，公司股东大会、董事会、监事会能够独立运作，整体运行情况良好，治理结构较为完善。

2. 管理体制

公司设有设计技术部、财务部、工程部预结算中心、企业管理与发展部、开发部等 10 个职能部门，下辖 12 家控股公司（见附件 7）。公司实行以上市公司母公司为控管中心，控股子公司为盈利中心，母公司对子公司实施监督、协调、指导和考核的职能。

公司按房地产企业管理需要制定了各部门规章制度和相关管理制度。公司审计中心负责内部控制制度的监督与检查，通过定期检查发现公司内部控制制度缺陷，评估公司制度执行的效果和效率，并及时提出改进建议。

设计管理

公司制定了《设计管理细则》，设计技术部通过与设计院合作，就项目的规模、复杂性、重要性进行充分的研究，合理安排设计周期，保证项目设计的合理性。

工程施工管理

公司制定了《施工过程管理程序》、《基础设施和工作环境管理程序》、《质量环境方针及目标管理程序》等规章制度，对招投标、项目进度、施工环境和质量、施工过程的设备（材料）管理等进行控制，使工程施工的全过程处于受控状态，确保建设工程项目的施工质量、安全、进度、环保和成本满足要求。

销售管理

公司制定了销售管理制度，遵照合法、公平、产销平衡、效益最大的原则，明确规定销售责任、销售计量、合同签订以及结算管理等事项，最大限度降低和控制销售风险。

财务管理

公司设立了《财务管理制度》，规范了公司的财务管理，通过制度对公司资金、存货、固定资产、无形资产等不同形式的资产进行管理，确保资产完整、安全，并提高了资产使用效率。公司通过财务预算制度，强化公司内部控制，防范经营风险。公司的预算管理以提高经济效益为目标、

以财务管理为核心、以资金管理为重点，通过预算管理全面控制公司的经济活动，实现了公司资金的优化配置，提高了公司的经营活动计划性。

目前公司已实行内部定期审计制度，审计中心为公司的内审机构，通过董事会审计委员会及监事会的指导与监督，对公司及下属子公司进行内部审计。

控股子公司管理

公司通过制度规范下属子公司的行为，并在规范运作、人员管理、财务管理、内部审计监督、投资管理等做出了明确规定，达到对子公司财务、人员等方面的综合管理。通过已制定的控制政策和程序，充分考虑下属公司的业务特征，督促其建立内部控制制度，完善自身管理。

综合看，公司法人治理结构健全，运作规范，各项规章制度比较完善，在公司运作中制度执行情况较好，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

目前公司以开发商品住宅为主，同时适量开发商业地产，并计划逐步持有部分优质物业。作为一家在广州市经营多年的房地产公司，公司根据自身实力，以往采取的是稳健经营的思路，随着2006、2007年全国房地产市场的逐步升温，公司项目开发的节奏有所加快，目前已初步完成走出广州的尝试，项目开发已拓展至北京、江门、三门峡等城市，业务规模实现了较快速增长。2006年~2008年公司营业收入年均增长率达到93.85%，同期净利润年均增长率为83.45%，公司在取得了较好经济效益的同时，为进一步发展壮大打下了良好的基础。

公司主营业务非常突出，近三年房地产开发业务收入在营业收入中占比始终保持在90%以上（见表1），2008年为98.84%，是营业收入最重要的来源，收入结构相对单一。

表1 2006年~2008年公司营业收入构成表

单位：万元

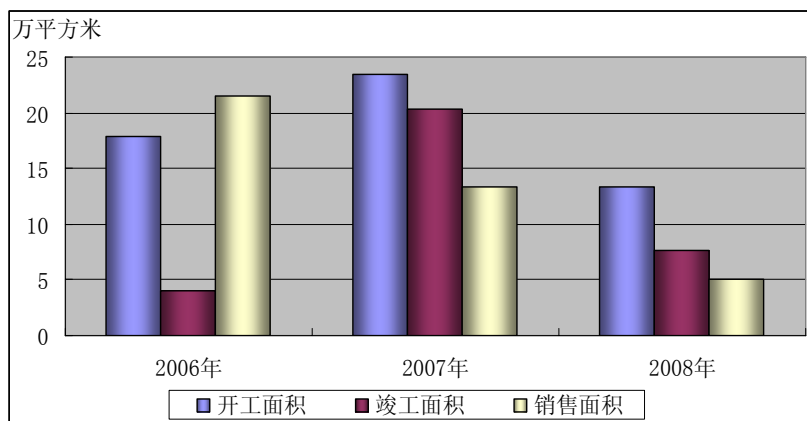
项 目	2006 年		2007 年		2008 年	
	营业收入	比例	营业收入	比例	营业收入	比例
主营业务收入	34,218.71	99.53%	118,503.55	99.90%	128,768.32	99.67%
其中：房地产	32,547.22	94.67%	117,306.96	98.89%	127,701.41	98.84%
出租、服务业等	1671.49	4.86%	1,196.59	1.01%	1,066.91	0.83%
其他业务收入	622.23	0.47%	123.05	0.10%	428.26	0.33%
合 计	34,379.35	100%	118,626.60	100%	129,196.58	100%

资料来源：公司提供

公司目前营业收入主要来源于北京、广州、江门三个地区的项目，其中2008年公司营业收入主要依托于北京地区的项目，预计未来随着广州、江门项目的推进，北京以外城市和地区在公司营业收入和营业利润中的贡献将有所增长。

从运营数据来看，2008年公司开工面积13.33万平方米，竣工面积7.67万平方米，销售面积5.05万平方米，累计实现销售合同金额62,029.45万元。开工面积、竣工面积、销售面积均较上年出现了较大程度的下降（见图10），这主要是由于公司主营业务单一，在2008年房地产景气度下降的环境下，公司调整了项目开发和销售节奏，经营受到一定影响。

图10 2006~2008 年公司主要运营数据情况



资料来源：公司提供

2. 开发经营

房地产开发

公司房地产开发业务主要分布在北京、江门、广州、三门峡四个城市。

(1) 北京地区

公司在北京的子公司北京博成房地产有限公司（以下简称“北京博成”）开发的“北京天鹅湾”项目位于已被定位为朝阳区财富大道的朝阳北路，占地面积 15.34 万平方米，总建筑面积 46.46 万平方米，其中底商部分总体面积约 5.00 万平米。该项目共分为五期开发，累计已开发 41.04 万平方米，待开发面积 5.40 万平方米，已竣工面积 23.62 万平方米，已销售面积 26.36 万平方米，累计实现销售合同金额 325,901.33 万元；销售均价从 2007 年的 15,000 元/平方米左右，上升至 2008 年的 17,000 元/平方米左右。

公司在北京的子公司北京东华虹湾房地产开发有限公司开发的北京虹湾国际中心项目位于朝阳区百子湾路，地处东三环中路以东，西大望路以西，通惠河南岸，紧临 CBD，地理位置极为优越，占地面积 35,964 平方米，规划建设成集中分组式公寓、酒店、商业设施相结合的业态，目前正在进行开发的前期工作。

从北京的房地产市场来看，在经历了2007年房价高速上涨期之后，2008年北京市更多的购房者选择了观望。根据北京市房地产交易管理网的数据统计显示，截止到2008年12月17日，北京市2008年全年期房住宅签约总量共计78,333套，与2007年同期118,128套相比减少39,795套，出现了较大幅度的下降，同比下跌34%；全市期房住宅签约面积总计822.23万平米，比2007年的1,474.75万平米减少了652.52万平米，降幅高达44%。另外，从北京市统计局、国家统计局北京调查总队2008年经济形势发布会上发布的信息来看，由于降价楼盘在总楼盘中占的比例还不够高，2008年，全市房价同比上涨9.5%，涨幅比2007年回落1.9%，其中，新建住宅上涨11.9%，涨幅回落0.9%，“有价无市”成了北京楼市最显著的特点。

由于2008年北京房地产观望情绪加重，使得市场消化速度过慢，导致一年之内可售量逐渐增大，市场上楼盘供大于求，同时商品房的销售受到保障性住房的冲击等一些因素也导致商品房库存的增长。根据北京市房地产交易管理网的数据统计显示，截止2009年2月26日，全市可售住宅套数为40,793套，与2008年1月1日69,685套相比增加70,219套，增长100.77%；可售住宅面积也从971.23万平米增长到1,828.64平米，涨幅88.28%。两个指标均出现大幅度增长，从根本上加剧了销售的潜在风险。从“北京天鹅湾”所处的朝阳区来看，截止2009年2月26日，可售住宅套数为139,904套，

可售住宅面积550.25万平米，面对大量的住宅存货，对公司销售形成严峻的考验。

从区域政策来看，2009年1月23日，北京市建委、地税局等部门联合下发“促进房地产市场健康发展实施意见”，取消外国人买房限制等相关政策，对提升北京房地产市场的信心起到了积极的作用。

公司在北京开发的天鹅湾和虹湾国际两个项目均处于北京东部的朝青板块，随着朝阳商圈借势CBD再次东扩，并与华贸商圈交叠，朝阳北路已被定位为朝阳区的财富大道。而随着轻轨六号线等交通网络的建设、四环华贸中心等项目的启动和中央电视台等项目的东移，更使朝青板块形成北京东部商务居住中心区。新修订的《北京城市总体规划修编》已把朝阳区定位为国际交往的重要窗口，因而无论是作为住宅的天鹅湾还是商用的虹湾国际中心，在北京房地产观望较重的氛围下，公司通过产品创新、价值挖掘，推出具有刚性需求的创新产品，还是具有较强的竞争力。

（2）江门地区

公司在江门市开发的项目主要有江海花园、兴南小区、天鹅湾三个项目，其中江海花园已进入收尾阶段，可售面积已剩不多；兴南小区尚有可开发土地面积38,003平方米。公司在江门未来重点开发的天鹅湾项目，规划用地面积35.15万平方米，规划建筑总面积接近75万平方米（其中住宅面积55万平方米），产品包括双拼/联排别墅、情景洋房（三错层）、高层及五星级大酒店一座，目前该项目在建工程约有93,602万平方米。

2008年，公司在江门市开工面积5.78万平方米、竣工面积1.25万平方米，实现签约销售面积1.88万平方米，2008年销售均价在3,700元/平方米左右，较2007年的3,050元/平方米明显上升，天鹅湾项目的增值潜力已开始显现。

从江门市统计局的统计数据来看，江门市区2008年1~9月的商品房成交9,240套，同比下降20.57%；成交建筑面积101.08万平方米，同比下降17.51%；成交金额362,717.74万元，同比增长11.43%；成交均价3,588.42元/平方米，同比增长35.07%，其中商品住宅成交7,129套，同比下降15.50%，成交建筑面积87.14万平方米，同比下降16.52%；成交金额313,876.38万元，同比增长14.50%；成交均价3,601.98元/平方米，同比增长37.15%。从以上数据可以看出，虽然江门市受全国房地产市场不景气的影响，需求出现萎缩，但江门市处于经济高速发展的珠三角地区，房价相比周边的广州、珠海等城市仍处于相对偏低水平，因而2008年1~9月房价出现上涨，目前处于房价相对稳定的阶段，近期房价大幅下跌的可能性较小。

公司开发的天鹅湾和兴南小区两个项目紧靠江门市江海区政府，邻近江中、江鹤和江珠三条高速公路的交汇点，广州-珠海城际轻轨江门车站与项目隔路相望，周边还有发展潜力较大的江门开发区和台商工业园，同时与中国灯都古镇镇一桥之隔。优越的地理位置，使天鹅湾项目具备较好的销售潜力，预计2010年~2012年将成为公司重要的收入来源。

（3）广州地区

目前公司在广州正在运作的益丰三期（占地7,502平方米）和广州寺右新马路规划商住楼（占地5,446平方米，拍卖所得后续手续正在办理）两个项目均为商住地产项目，项目地段均处于广州市的中心区域，土地稀缺性很强，其中益丰三期项目位于广州市婚纱一条街，广州寺右新马路规划商住楼邻近珠江新城（广州新CBD）。

在房地产行业进入调整后，广州市平均房价出现下降，但位于城市中心区域的房价基本保持稳定，个别楼盘还有所上涨。因此，房地产行业的调整，对上述两个商住地产项目的影响较小。我们预计未来随着宏观经济的复苏、广州市举办2010年亚运会、加之CEPA（内地与香港建立更紧

密经贸关系)的实施,都为商住地产市场的发展带来较好的发展机遇。在此背景下,公司商住地产项目未来(目前尚未报建规划)产品品质的优劣将决定其能否获得理想的经营回报。

(4) 河南地区

公司与河南省三门峡市陕县财经投资公司共同合作开发的河南省三门峡市陕县“天鹅湾社区”项目总占地3,000亩,计划总投资约50亿元,目前该项目正在进行前期的规划设计工作。该项目作为公司项目储备,将采取滚动开发的方式,预计开发5至8年。该项合作作为公司的可持续发展奠定了基础。

物业出租

公司持有广州市区商业、住宅、车位等零散物业36,488.36平方米,2008年出租率93.21%,获得投资性房地产租赁收入1,066.91万元。公司计划未来持有所开发虹湾国际中心、江门天鹅湾项目中的五星级酒店中的部分优质物业,以丰富公司的收入结构,在增加公司盈利点的同时,获得稳定的现金流。

总体看,公司以商品房开发为主,在建和拟建项目较多,面对销售萎缩的市场,公司能否结合自身项目特点,通过产品创新,保持良好的经营业绩,值得关注。

3. 土地储备

为保持公司的可持续发展能力,公司十分注重土地的战略储备。在获取土地的方式上,公司采取收购房地产公司(北京天鹅湾、江门天鹅湾、江海花园等项目)、合作开发(虹湾国际中心、三门峡“天鹅湾社区”)、参加竞拍(广州寺右新马路规划商住楼、益丰三期)等多种方式获取项目,在有效降低购地成本的同时,取得了质量较好的地块。从现有土地储备的品质来看,公司目前储备的许多项目的土地具备资源稀缺的特点,具有较强的升值潜力,像虹湾国际中心、广州寺右新马路规划商住楼(也称作“嘉盛地块”)、益丰三期等地块均具有较大的增值潜力。随着土地稀缺程度的增加,公司土地储备优势将逐步显现。

从土地储备的规模上来看,截至2008年底,公司拥有权益土地储备58.11万平方米(表2),规划建筑面积143.61万平方米。随着近两年房地产行业的持续升温,公司土地储备的力度有所加大,2006年以来先后取得嘉盛地块、虹湾国际中心等项目。

表2 截至2008年底公司土地储备情况

序号	项目名称	占地面积 (平方米)	规划建面 (平方米)	楼面地价 (元/平方米)	享有 权益	土地用途
1	天鹅湾(北京)	153,400	464,400	2,639.97	100%	住宅
2	天鹅湾(江门)	351,529	约 750,000	98.18	100%	住宅
3	东华虹湾(北京)	35,964	120,000	2,250	70%	商业、公寓、写字楼
4	益丰三期(广州)	7,502	23,000	316.03	100%	商业、住宅
5	嘉盛地块(广州)	5,446	64,718.4	3,244.83	100%	商业、住宅
6	兴南小区(江门)	38,003	50,000	194.95	100%	住宅
	按权益合计	581,054.80	1,436,118.40	--	--	

资料来源:公司提供

由于2008年房地产行业出现调整,公司对项目的开发速度有所减慢,现有项目储备尚需投资

81,067 万元（表 3），相比公司目前的资金状况，在建项目规模偏大，具有一定的资金压力。

表 3 截至 2008 年底公司在建项目投资状况

项 目	计划总投资额 (万元)	已完成投资额 (万元)	尚需投资额 (万元)
江琴居 19、20#（江门）	1,300	900	400
天鹅湾 2-1 至 2-5、A 地下室（江门）	8,565	4,591	3,974
天鹅湾 3-1 至 3-5、B 地下室（江门）	9,000	3,870	5,130
天鹅湾 6-1、6-2、7-1 至 7-6（江门）	5,400	2,837	2,563
天鹅湾三期（北京）	41,000	29,000	12,000
天鹅湾四期（北京）	56,000	39,000	17,000
天鹅湾五期（北京）	37,000	11,000	26,000
地下车库 C（北京）	22,000	15,000	7,000
地下车库 D（北京）	23,000	16,000	7,000
合计	203,265	122,198	81,067

资料来源：公司提供

总体来看，公司目前的土地储备较为适中，基本能满足公司 3~5 年内的开发需求，为其稳步发展提供了良好的基础，但也给公司带来了一定的资金压力。

4. 产品销售

在产品结构方面，公司坚持以开发中高端精品住宅为主并辅以适当的优质商用物业。在统一品牌形象和营销理念的同时，公司创造了较快的销售和回款速度。

从近年来公司楼盘销售情况来看（见表 4），随着 2008 年房地产行业出现调整，公司销售面积较 2007 年显著下降，但受到商业地产销售金额较多的影响，整体销售均价有所上升。

表 4 2006 年~2008 年公司楼盘销售情况

时间	销售总面积（万平方米）	销售总金额（万元）	整体销售均价（元/平方米）
2006 年	21.56	151,992.08	7,049.73
2007 年	13.38	151,444.21	11,318.70
2008 年	5.05	59,343.30	11,751.15

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2006 年~2008 年，公司资产总额年均增长率为 11.41%，股东权益年均增长率为 38.52%，营业收入和利润总额年均增长率分别为 93.85% 和 129.90%，增速较快，增长质量良好。

近年来，公司采取相对稳健的经营策略，经营效率与盈利水平达到较好的均衡。2008 年公司应收账款周转次数为 41.39 次，较上年有较大幅度提高；存货周转次数和总资产周转次数分别为 0.51 次和 0.53 次，较上年略有下降，但在同行业内仍处于较高水平（表 5）。

总体看，公司经营效率较高，经营成果显著。

表 5 截至 2007 年底部分房地产上市公司经营效率指标

公司名称	应收账款周转次数（次）	存货周转次数(次)	总资产周转次数(次)
万科	57.79	0.41	0.48
保利地产	45.76 (81.51)	0.25 (0.27)	0.28 (0.33)
新湖中宝	125.34 (128.40)	0.42 (0.34)	0.35 (0.29)
北辰实业	200.32	0.31	0.22
广宇集团	125.05	0.37	0.39
珠江实业	--	0.34	0.30
东华实业	27.96 (41.39)	0.57 (0.51)	0.54 (0.53)

资料来源：各上市公司年报，天津中诚整理

注：括号内为 2008 年数据

6. 经营风险

（1）政策风险

在目前宏观货币紧缩的形势下，国家针对房地产企业的信贷政策、土地增值税、企业所得税等税收政策的变化都会对企业的盈利能力和现金流造成影响，公司面临一定的政策风险。

（2）市场风险

房地产行业竞争非常激烈，在当前房地产景气度下降、观望气氛浓厚、需求下降的环境下，公司房地产项目能否顺利实现销售，存在一定的风险。

（3）资金风险

公司目前正处于快速发展期，开工建设的项目较多，对资金的需求量较大，如果公司不能通过销售回款或融资取得建设资金，将直接影响公司项目的实施和后续的发展。

（4）产品结构单一风险

公司目前以开发住宅为主，产品结构单一，受住宅市场变化的影响较大。

7. 未来发展

鉴于目前国内实力较强、规模较大的房地产开发商大多集中在经济发达的大城市，公司逐渐向经济处于发展阶段的二、三线城市拓展，利用自身的开发优势结合当地的情况，规避大城市开发拿地难、投入高等特点，灵活利用滚动的方式盘活资金，以最终实现由一线城市区域发展向全国包括二三线城市拓展房地产的经营目标。

公司下一步将继续加快对北京天鹅湾项目、江门天鹅湾项目的工程建设；积极推进河南三门峡项目、广州寺右新马路商住地块的前期设计规划工作；加快北京虹湾国际中心项目的前期工作。

总体看，公司经营状况良好，具有持续发展的能力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006 年～2008 年度的合并财务报表均已经立信羊城会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司自 2007 年开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》，会计政策发生变更，公司已按照新会计准则对 2006 年财务报表进行了追溯调整，财务数据可比性强。以下分析以 2006 年～2008 年合并口径财务数据为主。

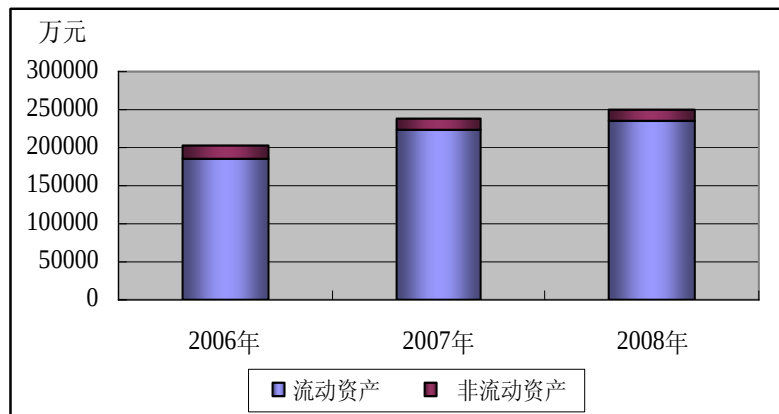
截至 2008 年底，公司合并资产总额 251,129.92 万元，负债合计 158,825.57 万元，所有者权益

（含少数股东权益）92,304.35 万元。2008 年，公司实现营业收入 129,196.58 万元，净利润（含少数股东损益）13,544.18 万元。

2. 资产质量

2006 年~2008 年，公司的资产总额稳步增长，年均增速 11.41%，其中流动资产逐年增长，非流动资产略有下降。截至 2008 年底公司的资产总额 251,129.92 万元，其中流动资产占 94.21%，非流动资产占 5.79%，公司资产结构以流动资产为主（图 11），构成基本稳定。

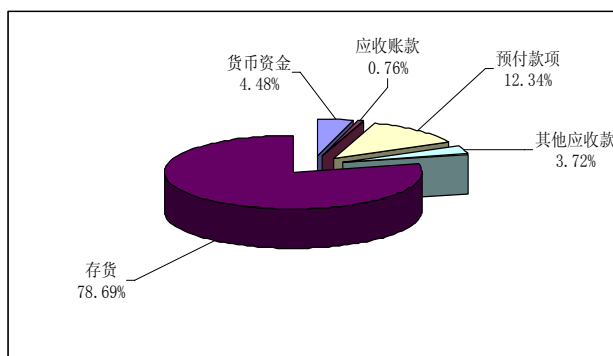
图 11 2006 年~2008 年公司资产结构图



资料来源：公司提供

公司流动资产以存货为主（见图 12），2006 年~2008 年，由于公司加大了开发力度，开发成本逐年增长，同时开发产品也在增加，形成存货逐年增长的状况。截至 2008 年底，公司存货 186,168.84 万元，占流动资产的 78.69%，存货中主要为未完工的房产开发成本（131,664.44 万元，占比 70.72%）和尚未完成销售开发产品（44,959.56 万元，占比 24.15%）。公司存货经测试未发生减值，因而未计提跌价准备。

图 12 2008 年底公司流动资产结构图



资料来源：公司年报

公司 2008 年底的预付款项 29,205.47 万元，其中账龄在 1 年以内的占 55.38%，1~2 年的占 28.73%，2~3 年的占 15.41%，主要为对北京建贸永信玻璃有限公司（其与公司共同开发虹湾国际中心项目）的预付款，占全部预付款项的 62.19%，其余部分主要为公司对建筑公司的预付工程款。

公司的非流动资产主要为投资性房地产、固定资产和递延所得税资产。截至 2008 年底，公司的投资性房地产净值 6,593.68 万元，占非流动资产总额的 45.36%，投资性房地产主要为公司旗下的各类物业资产；固定资产原价 4,067.91 万元，累计折旧 930.59 万元，固定资产净值 3,137.32 万元，占非流动资产的 21.58%，其中房屋建筑物 2,167.51 万元（占 69.09%），运输设备 384.66 万元（占 12.26），办公设备 528.78 万元（占 16.85%）；递延所得税资产 4,688.46 万元，占非流动资产的 32.25%，主要为资产减值准备、未实现内部销售利润以及预收款项等。

综合看，公司资产以流动资产为主，流动资产中存货占比大，符合房地产开发企业的特点，近年公司资产规模稳步增长，资产结构保持稳定，资产质量较好。

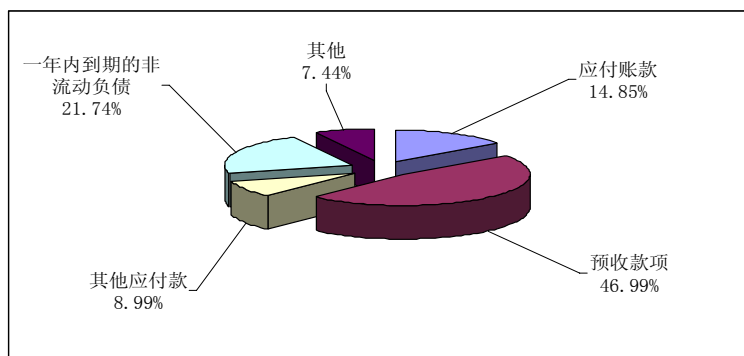
3. 负债及所有者权益

2006 年~2008 年，公司的所有者权益呈增长趋势，年均增长率 38.52%，公司所有者权益的增加主要来源于资本公积及未分配利润的增长。截至 2008 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）92,304.35 万元，其中少数股东权益 8,984.69 万元。所有者权益中实收资本占 32.50%、资本公积占 20.06%、未分配利润占 30.02%，盈余公积占 7.69%。2008 年公司的资本公积 18,514.11 万元，较上年增长 285.09%，主要是由于公司子公司东华基业与北京建贸永信玻璃实业有限公司共同合作开发的虹湾国际项目的土地及附着物评估增值，公司按持股比例享有 70%的评估增值，使得公司的资本公积较上年增加较多。

2006 年~2008 年，公司的负债水平有所波动并略有增长，近三年年均增长率为 1.48%，截至 2008 年底资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.24%和 35.03%，负债水平略高，但剔除预收账款因素后，负债水平合理。

2008 年底，公司负债总额 158,825.57 万元，其中流动负债占的 90.79%，非流动负债占 9.21%，公司负债以流动负债为主。2008 年底公司流动负债 144,195.57 万元，主要为预收账款、一年内到期的流动负债、应付账款、其他应付款（见图 13）。

图 13 2008 年公司流动负债构成情况

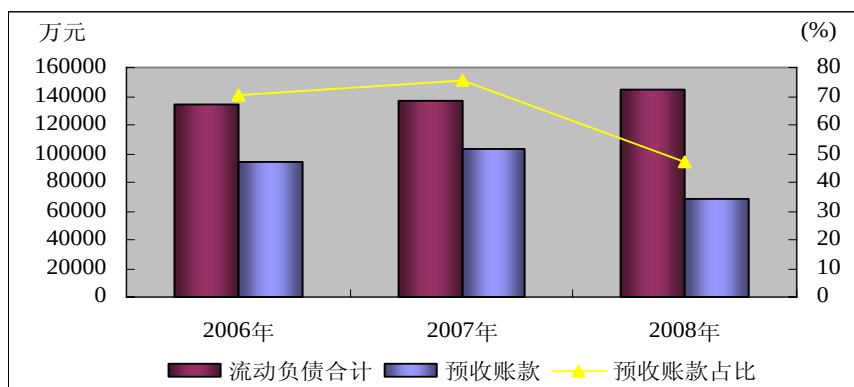


资料来源：公司年报

截至 2008 年底，公司预收账款 67,750.86 万元，占流动负债的 46.99%，由于房地产普遍采取“先预售、后结转”的销售方式，公司近三年预收账款一直在流动负债中占有较大比例（见图 14），2008 年公司预收账款较上年有较大幅度下降，主要是由于公司当年预售的减少，而以往预收的部分销售款在本期结转；应付账款 21,406.18 万元，占流动负债的 14.85%，主要为应付供应商材料款及应付供应商未到期质保金；其他应付款 12,962.95 万元，占流动负债的 8.99%，主要为公司代收契税 5,298.66 万元，代收综合地价款 1,104.60 万元以及其他补偿款、维修基金等；一年内到期

非流动负债 31347.60 万元，占流动负债的 21.74%，主要为长期借款不足一年到期转入。

图 14 2006 年~2008 年公司预收款项与流动负债变动图



资料来源：公司年报

截至 2008 年底，公司非流动负债 14,630.00 万元，全部为长期抵押借款。

公司全部债务余额 49,777.60 万元，其中短期债务 35,147.60 万元，占比 70.61%，长期债务 14,630 万元，占比 29.39%。公司以短期债务为主，债务负担适中，但债务结构有待进一步改善。

综合看，2006 年~2008 年公司所有者权益有所增长，负债主要集中在流动负债，债务以短期债务为主，债务结构有待进一步改善。

4. 盈利能力

受 2006、2007 两年房地产行业爆发式增长的影响，近三年公司营业收入保持了较快的增长速度，2006 年~2008 年公司营业收入年均增长率为 93.85%，2008 年公司实现营业收入 129,196.58 万元。由于采取预售方式销售，2008 年公司营业收入主要来自以前年度销售在本期确认，随着房地产行业逐渐趋于理性，公司 2008 年销售的房产面积较上年下降幅度较大，对未来可结转收入造成影响。2006 年~2008 年公司的营业利润率分别为 27.96%、18.80%和 24.06%，营业利润率有所波动，主要是由于北京项目销售的毛利率高于江门地区，2008 年公司确认的销售收入中北京地区所占比例比上年增加所致。2006 年~2008 年，公司的营业利润、净利润保持快速增长，年均增长率分别为 128.21%和 83.45%，2008 年公司实现净利润为 13,544.18 万元，体现了公司主营业务获利能力逐渐增强。

从期间费用上看，2006 年~2008 年，公司的销售费用增长较快，但相对于收入而言基本稳定；管理费用有所增长；财务费用随着利息收入的增加以及利息支出的减少逐年减少（见表 6），近三年来公司三费（销售费用、管理费用、财务费用）总和占营业收入的比率分别为 19.41%、6.81%和 6.57%，总体费用支出正常。

表 6 2006 年~2008 年公司期间费用变化情况

单位：万元

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
销售费用	662.28	2,044.00	2,157.62
管理费用	5,111.40	5,765.62	6,786.89
财务费用	900.66	269.82	-459.44
三费合计	6,674.34	8,079.44	8,485.07

资料来源：公司提供

2006 年~2008 年，公司总资本收益率、净资产收益率整体呈上升趋势，2008 年分别为 9.89% 和 14.67%，显示出较高的资产利用效率。

总体看，公司资产运营效率较高，盈利能力较强。

5. 现金流

2008 年，虽然公司项目建设投入较 2007 年有所减少，但是销售回款较 2007 年下降更多，导致公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流出，2008 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -3,886.49 万元（表 7）。

投资活动方面，2008 年公司投资活动现金流入 3.68 万元，投资活动现金流入规模很小；投资活动产生的现金流出 714.42 万元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金；公司投资活动现金流规模偏小，对公司现金流影响不大。

筹资活动方面，2008 年公司筹资活动现金流入 23,800 万元，全部为取得借款所收到的现金；筹资活动现金流出 33,527.45 万元，其中偿还债务所支付的现金 29,437.40 万元。2008 年在国家宏观调控下，房地产信贷投放明显得到控制，公司筹资活动也表现出净流出的状况。

从收入实现的质量来看，2006 年~2008 年公司现金收入比下降幅度较大，2008 年为 74.45%，主要是由于公司采取预售方式，以前年度的销售在本期确认，而 2008 年实现销售所形成的现金流入较少，导致现金收入比不高。

表 7 2006 年~2008 年公司现金流状况

单位：万元

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
经营活动产生的现金流量净额	32,478.78	-6,663.71	-3,886.49
投资活动产生的现金流量净额	-5,548.43	-101.96	-710.74
筹资活动产生的现金流量净额	-12,616.94	14,414.73	-9,727.45
现金及现金等价物净增加额	14,313.40	7,642.90	-14,324.68

资料来源：公司提供

由于受房地产预售的销售方式及房地产需求萎缩的影响，2008 年公司销售受到一定影响，在预售下降的情况下，公司减少了经营活动的现金支出，适当放慢开发速度以缓解资金方面的压力。

总体看，公司资金压力较大，若不能通过销售回款或融资来解决资金需求问题，将影响到公司一些项目的开发进度。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2006 年~2008 年公司流动比率和速动比率算术平均值分别为 154.92% 和 35.67%，截至 2008 年底，两项指标分别为 164.08% 和 34.97%，公司速动比率偏低，主要是由于房地产企业的经营特点所决定的，其存货主要为在建房地产项目和已建成商品房，规模较大，使得公司的速动比率偏低，短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2006 年~2008 年公司 EBITDA 利息倍数有较大幅度增长，2008 年为 38.64 倍，主要是由于公司利润总额增加和利息支出减少；全部债务/EBITDA 下降到 2.52 倍。EBITDA 对利息和全部债务的保障能力较强。

2008 年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.24%、35.03%、13.68%，负债水平偏高，但有息债务的负担正常，同时公司的资产质量较好，全部资产对债务的

保障能力尚可。

截至 2008 年底，公司存在重大未决诉讼一起。公司控股子公司北京东华基业投资有限公司与北京中悦置业有限公司于 2005 年 7 月 22 日签署《北京城启房地产开发有限公司 56%股权转让合同》，北京中悦置业有限公司目前尚欠 1.01 亿元的转让款。目前该仲裁案件尚未有仲裁结果。

截至 2008 年底，公司除为公司控股子公司向银行贷款提供连带责任保证担保之外无对外担保事项。

天津中诚认为，公司负债以短期负债为主，债务水平适中，公司的短期偿债压力较大，长期偿债能力较强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2008 年底，公司债务总额为 49,777.60 万元，本期拟发行公司债规模不超过 30,000.00 万元，相对于目前公司的债务规模，本期债券发债额度较大。

以 2008 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 30,000.00 万元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 32.59%、46.36% 和 67.17%，债务负担有所加重。若考虑到“部分募集资金拟用于偿还短期债务和其余部分补充公司流动资金”这一因素，本期债券发行后，能够缓解公司的短期债务压力，债务结构得到改善。

2. 本期公司偿债能力分析

截至 2008 年底，公司长期借款余额为 14,630.00 万元，长期借款在全部债务中所占比例较小，短期债务规模较大，考虑到公司将部分募集资金偿还短期借款，公司实际负债规模增加有限，而债务结构将趋于合理。

以 2008 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量对于本期计划发行 30,000.00 万元公司债的保护倍数分别为 0.66 倍、3.39 倍。总体看，EBITDA 对本期债券的覆盖程度良好，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司经营状况、项目储备等因素，天津中诚认为，公司对本期公司债的偿还能力较强。

九、债权保护条款分析

为确保本期公司债券如期兑付，公司及其控股子公司北京博成和江门东华以拥有的部分房产及国有土地使用权为本期公司债券提供无条件的不可撤销的抵押担保，并已与主承销商德邦证券有限责任公司签订了《房产及国有土地使用权抵押合同》。

1. 抵押资产情况说明

抵押资产概况

为本期公司债券设定的抵押资产为公司及其全资子公司北京博成房地产有限公司和江门市东华房地产开发有限公司拥有的部分房产及国有土地使用权，包括：

(1) 北京博成房地产有限公司位于北京市朝阳区雅成二里、三里的商业房地产及车库；

(2) 广州东华实业股份有限公司位于广州市东山区(现为越秀区)寺右新马路 111-115 号五羊新城广场办公楼、东山区寺右新马路 170 号东华实业公司办公楼、东山区寺右新马路 129-133 号商业用房及市区范围内商业房产和住宅等房地产;

(3) 江门市东华房地产开发有限公司位于江门市江海区东海路侧东海花园地段的 38,709.00 平方米土地使用权、江门市新南里区域的部分房地产、江门市兴南小区内的部分房地产、江门市江海区南苑商城的部分房地产、江门市蓬江区长发里 1 号 D101 的房地产、江门市江海区江海花园的部分房地产。

具体抵押资产清单详见《房产及国有土地使用权抵押合同》。

担保范围

担保范围为本期公司债券的本金人民币3亿元及募集说明书约定的本次公司债券利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用(包括但不限于诉讼费、财产保全费、评估费、拍卖费、执行费、股份过户税费、代理费等),实际抵押担保金额以不超过抵押资产的价值为限。

资产评估价值

用于本次抵押的房地产由广东联信资产评估土地房地产估价有限公司进行评估,并于 2008 年 12 月 23 日出具了联信评报字(2008)第 B0909 号《广州东华实业股份有限公司资产评估报告》,报告摘要如下:

评估委托方:广州东华实业股份有限公司

评估单位:广东联信资产评估土地房地产估价有限公司

评估对象:公司及其全资子公司北京东华和江门东华拥有的部分房产及国有土地使用权在评估基准日的价值

评估基准日:2008年11月30日

评估方法:根据委托评估房地产的不同特征,分别采用市场法和收益法进行评估。土地使用权采用基准地价系数修正法和假设开发法进行评估。

评估结论:评估基准日 2008 年 11 月 30 日时,广州东华实业股份有限公司委托评估的房地产的评估值为陆亿壹仟零叁拾柒万叁仟壹佰元整(¥610,373,100.00)。

作为为本期债券设定抵押的房地产评估值为 61,037.31 万元人民币,对本期债券的覆盖倍数约为 2.03 倍。

抵押资产的追加

(1) 公司应在募集说明书约定的每个付息日期前 30 个工作日内聘请资产评估机构对抵押资产进行跟踪评估、出具相应的资产评估报告,并提交给抵押权人代理人。抵押权人代理人动态监督、跟踪抵押资产的价值变动情况,定期或不定期出具报告并向债券持有人进行适当的信息披露。

(2) 根据前段所述跟踪资产评估报告,若抵押资产价值发生减少,并且本期公司债券的所有抵押资产的合计评估值下降到低于本期公司债券的未到期本息余额的 1.8 倍时,抵押权人代理人有权要求债务人在 30 个工作日内追加提供适当及有效的土地或其他资产、签订相应的抵押担保法律文件及完成相应的资产抵押登记手续。追加后的抵押资产评估总值应不低于本期公司债券未到期本息余额的 1.8 倍。

(3) 若债务人未按前段约定追加抵押资产,抵押权人代理人有权处分抵押资产。

抵押资产的登记、变更登记及注销登记

(1) 抵押人、债务人应当自本期公司债券发行完成之日起 30 个工作日内与抵押权人代理人办理及完成房产及国有土地使用权抵押登记手续，抵押权自登记时设立。各方应按照抵押登记机构的要求及时提供相关登记资料及文件。上述抵押登记完成之前，发行本期公司债券的募集资金由主承销商监管；逾期超过 20 个工作日未完成上述抵押登记，债务人应当按照发行面值并加上按照本期公司债券票面利率计算的利息返还债券持有人。

(2) 抵押登记机构就抵押合同项下房产及国有土地使用权抵押登记核发的他项权利证书或其他抵押登记证明文件的正本原件由抵押权人代理人保管。抵押权人代理人应当妥善保管抵押登记证明，若因保管不善导致抵押登记证明灭失或无法辨认的，抵押权人代理人应当承担补办费用。

(3) 在本期公司债券到期之前，抵押权人代理人因任何原因不再担任本期公司债券的受托管理人时，应在 5 个工作日内与继任债券受托管理人、抵押人及债务人共同到抵押登记机关办理抵押变更登记手续（或在办理注销抵押登记的同时重新办理抵押登记手续）。

(4) 在本期公司债券的本息得到全额偿付之日起 5 个工作日内，抵押权人代理人应会同抵押人、债务人共同到抵押登记机关办理抵押登记的注销手续。各方应按抵押登记机关的要求及时提供办理注销手续所需的所有文件及资料。

2. 法律意见

北京市金杜律师事务所在其《关于广州东华实业股份有限公司公开发行二〇〇九年度公司债券的法律意见书》中关于抵押资产情况的说明：

金杜律师事务所认为，上述《房产及国有土地使用权抵押合同》符合《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国物权法》等中国法律的规定，公司及其控股子公司合法拥有抵押资产，截至法律意见书出具之日，该等抵押资产不存在被设定担保或采取保全措施的情况。

3. 债权保护条款评价

用于本期公司债抵押的资产包括住宅、商业用房产、办公用房产、车位及土地使用权，其中，住宅、商业用房产、办公用房产大部分位于一线城市北京、广州，房产所处地理位置较佳，具有很好的销售潜力，变现能力较强；用于抵押的车位受潜在购买群体的限制，变现能力较弱；用于抵押的土地使用权所处的地区，发展前景较好，易于转让。总体看，用于本期公司债抵押的房地产整体质量较高、变现能力较强。

本期债券的抵押资产——公司及控股子公司北京博成房地产有限公司和江门市东华房地产开发有限公司拥有的部分房产及国有土地使用权不存在法律障碍。鉴于抵押登记完成之前，发行本期公司债券的募集资金由主承销商监管，因而资产抵押能够对本期公司债券起到保护的作用。

公司抵押资产评估价值约为本期债券发行额度的2.03倍，同时为保护债权设置了抵押资产追加条款。

综合分析，公司用于抵押的资产对本期债券的到期偿还具有较好的保护能力，能够有效提升本期债券的信用状况。

十、综合评价

在中国经济增速面临放缓压力的背景下，房地产行业已经进入调整期，房地产企业在未来发展中经营风险加大。东华实业从事房地产时间较长，在开发经验方面具有一定的竞争优势；公司

法人治理结构较为健全,管理风险低;公司土地储备合理,在现有开发规模下能够支持公司未来3~5年的业务发展。

公司资产质量较好,整体盈利能力较强,债务负担适中,短期偿债压力较大,长期偿债能力较强;在当前宏观经济趋于下行和房地产行业不景气的背景下,公司发展面临一定的资金压力。公司整体偿债能力较强,天津中诚评定公司主体长期信用级别为“A+”,评级展望为“稳定”。

公司及其控股子公司以所持有的房地产资产为本期公司债券提供抵押担保,抵押资产的质地良好,资产评估价值对本期债券的覆盖程度较高,其对本期债券信用状况具有明显的提升作用。总体看,本期公司债券不能还本付息的风险很小,天津中诚对公司拟发行的本期3亿元公司债券信用级别评定为“AA”。

附件 1-1 广州东华实业股份有限公司
2006 年～2008 年公司合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	年均增长率(%)
流动资产：				
货币资金	17,291.38	24,934.27	10,609.59	-21.67
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	4,061.68	4,413.57	1,809.22	-33.26
预付款项	6,245.69	15,304.34	29,205.47	116.24
应收利息				
应收股利				
其他应收款	13,331.79	12,519.07	8,800.66	-18.75
存货	145,368.96	165,641.78	186,168.84	13.17
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	2.98	2.13	--	--
流动资产合计	186,302.47	222,815.16	236,593.78	12.69
非流动资产：				
可供出售金融资产	--	--	24.80	--
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	1,430.00	1,430.00	--	--
投资性房地产	7,350.52	4,727.47	6,593.68	-5.29
固定资产	2,884.26	2,729.46	3,137.32	4.29
在建工程				
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	3.91	4.92	17.33	110.45
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	14.80	55.59	74.55	124.43
递延所得税资产	4,337.43	6,315.66	4,688.46	3.97
其他非流动资产				
非流动资产合计	16,020.92	15,263.10	14,536.15	-4.75
资产总计	202,323.40	238,078.25	251,129.92	11.41

注：公司 2006 年财务数据已按新会计准则进行追溯调整

附件 1-2 广州东华实业股份有限公司
2006 年～2008 年公司合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和股东权益	2006 年	2007 年	2008 年	年均增长率(%)
流动负债：				
短期借款	14,474.00	9,850.00	3,800.00	-48.76
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	11,423.00	6,808.36	21,406.18	36.89
预收款项	94,468.02	103,723.05	67,750.86	-15.31
应付职工薪酬	287.08	69.80	191.79	-18.27
应交税费	1,078.20	3,075.78	6,578.70	147.01
应付利息	62.09	106.20	111.75	34.16
应付股利	33.48	45.74	45.74	16.88
其他应付款	8,215.22	12,656.99	12,962.95	25.62
一年内到期的非流动负债	4,776.00	800.00	31,347.60	156.19
其他流动负债				
流动负债合计	134,817.10	137,135.91	144,195.57	-0.70
非流动负债：				
长期借款	19,400.00	44,765.00	14,630.00	-13.16
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	19,400.00	44,765.00	14,630.00	-13.16
负债合计	154,217.10	181,900.91	158,825.57	-2.08
股东权益：				
股本	30,000.00	30,000.00	30,000.00	0.00
资本公积	4,807.70	4,807.70	18,514.11	96.24
减：库存股				
盈余公积	7,095.29	7,095.29	7,095.29	0.00
未分配利润	6,062.63	14,149.30	27,710.26	113.79
外币报表折算差额				
归属于母公司股东权益合计	47,965.61	56,052.28	83,319.66	31.80
少数股东权益	140.68	125.06	8,984.69	699.16
股东权益合计	48,106.29	56,177.34	92,304.35	38.52
负债和股东权益总计	202,323.40	238,078.25	251,129.92	11.41

注：公司 2006 年财务数据已按新会计准则进行追溯调整

附件 2 广州东华实业股份有限公司
2006 年～2008 年公司合并利润表
(单位：人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	年均增长率(%)
一、营业收入	34,379.35	118,626.60	129,196.58	93.85
减：营业成本	22,069.38	88,777.78	88,916.05	100.72
营业税金及附加	2,696.07	7,549.21	9,199.48	84.72
销售费用	662.28	2,044.00	2,157.62	80.50
管理费用	5,111.40	5,765.62	6,786.89	15.23
财务费用	900.66	269.82	-459.44	--
资产减值损失	392.45	471.18	3,439.66	196.05
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）				
投资收益（损失以“－”号填列）	1,129.04	--	-10.45	--
其中：对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益（损益以“－”号添列）				
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	3,676.14	13,748.99	19,145.88	128.21
加：营业外收入	18.32	89.49	54.95	73.18
减：营业外支出	102.65	178.89	217.50	45.56
其中：非流动资产处置损失	0.35	98.79	2.34	157.29
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	3,591.81	13,659.58	18,983.33	129.90
减：所得税费用	-432.96	4,088.54	5,439.15	--
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	4,024.77	9,571.05	13,544.18	83.45
其中：归属于母公司所有者的净利润	4,042.30	9,586.67	13,560.96	83.16
少数股东损益	-17.53	-15.62	-16.78	-2.18

注：公司 2006 年财务数据已按新会计准则进行追溯调整

附件 3-1 广州东华实业股份有限公司
2006 年～2008 年公司合并现金流量表
(单位：人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	年均增长率(%)
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	120,469.02	123,563.08	96,191.72	-10.64
收到的税费返还	3.16	--	15.90	124.23
收到其他与经营活动有关的现金	13,491.01	3,688.13	5,639.60	-35.35
经营活动现金流入小计	133,963.19	127,251.21	101,847.22	-12.81
购买商品、接受劳务支付的现金	72,025.61	113,548.81	81,538.03	6.40
支付给职工以及为职工支付的现金	1,366.59	2,742.77	4,541.04	82.29
支付的各项税费	9,913.93	11,729.49	9,909.27	-0.02
支付其他与经营活动有关的现金	18,178.28	5,893.85	9,745.37	-26.78
经营活动现金流出小计	101,484.41	133,914.92	105,733.71	2.07
经营活动产生的现金流量净额	32,478.78	-6,663.71	-3,886.49	--
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	1,500.00	--	--	--
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.15	1.50	3.68	395.31
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	28.21	--	--	--
投资活动现金流入小计	1,528.36	1.50	3.68	-95.09
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	136.79	103.47	684.42	123.68
投资支付的现金	6,940.00	--	30.00	-93.43
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	7,076.79	103.47	714.42	-68.23
投资活动产生的现金流量净额	-5,548.43	-101.96	-710.74	-64.21
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金				
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金				
取得借款收到的现金	18,200.00	54,750.00	23,800.00	14.35
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	18,200.00	54,750.00	23,800.00	14.35
偿还债务支付的现金	25,822.90	37,985.00	29,437.40	6.77
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,994.04	2,350.27	4,090.05	-9.50
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	30,816.94	40,335.27	33,527.45	4.31
筹资活动产生的现金流量净额	-12,616.94	14,414.73	-9,727.45	-12.19
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	--	-6.16	--	--
五、现金及现金等价物净增加额	14,313.40	7,642.90	-14,324.68	--
加：期初现金及现金等价物余额	2,977.97	17,291.38	24,934.27	189.36
六、期末现金及现金等价物余额	17,291.38	24,934.27	10,609.59	-21.67

附件 3-2 广州东华实业股份有限公司
2006 年～2008 年公司合并现金流量表补充资料
(单位：人民币万元)

补充资料	2006 年	2007 年	2008 年	年均增长率(%)
一、将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	4,024.77	9,571.05	13,544.18	83.45
加：资产减值准备	392.45	471.18	3,439.66	196.05
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	134.72	150.78	178.29	15.04
无形资产摊销	0.97	1.29	2.68	66.25
长期待摊费用摊销	106.48	9.71	40.71	-38.17
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	0.35	97.09	-4.80	--
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）				
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）				
财务费用（收益以“－”号填列）	905.72	880.01	510.19	-24.95
投资损失（收益以“－”号填列）	-1,129.04	--	10.45	--
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-906.29	1,978.23	712.54	--
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）				
存货的减少（增加以“－”号填列）	-48,710.10	-20,272.82	3,266.50	--
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-600.89	-9,069.00	-7,578.38	--
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	77,222.80	10,852.18	-16,142.32	--
其他	1,036.84	2,623.05	-1,866.21	--
经营活动产生的现金流量净额	32,478.78	-2,707.26	-3,886.49	--
二、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
三、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	17,291.38	24,934.27	10,609.59	-21.67
减：现金的期初余额	2,977.97	17,291.38	24,934.27	189.36
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	14,313.40	7,642.90	-14,324.68	

附件 4 广州东华实业股份有限公司

主要财务指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	8.42	27.96	41.39
存货周转次数 (次)	0.15	0.57	0.51
总资产周转次数 (次)	0.17	0.54	0.53
盈利能力			
营业利润率 (%)	27.96	18.80	24.06
总资本收益率 (%)	5.09	8.81	9.89
净资产收益率 (%)	8.37	17.04	14.67
财务构成			
长期债务资本化比率 (%)	28.74	44.35	13.68
全部债务资本化比率 (%)	51.00	52.55	35.03
资产负债率 (%)	76.22	76.40	63.24
偿债能力			
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.93	17.11	38.64
全部债务/ EBITDA (倍)	10.41	4.24	2.52
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.54	-0.11	-0.09
流动比率 (%)	138.19	162.48	164.08
速动比率 (%)	30.36	41.69	34.97
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	27.64	-7.89	-9.01
经营现金流动负债比率 (%)	24.09	-4.86	-2.70
现金流			
现金收入比率 (%)	350.41	104.16	74.45
筹资活动前产生的现金流量净额 (万元)	26,930.35	-6,765.67	-4,597.23
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.49	0.66

注：2006 年经营效率指标未平均化，以当年年末数计算。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年均增长率	
营业收入年均增长率*	
利润总额年均增长率	
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
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额×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率	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
本期企业债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

注： 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据+应付短期债券

全部债务=（长期债务+短期债务）

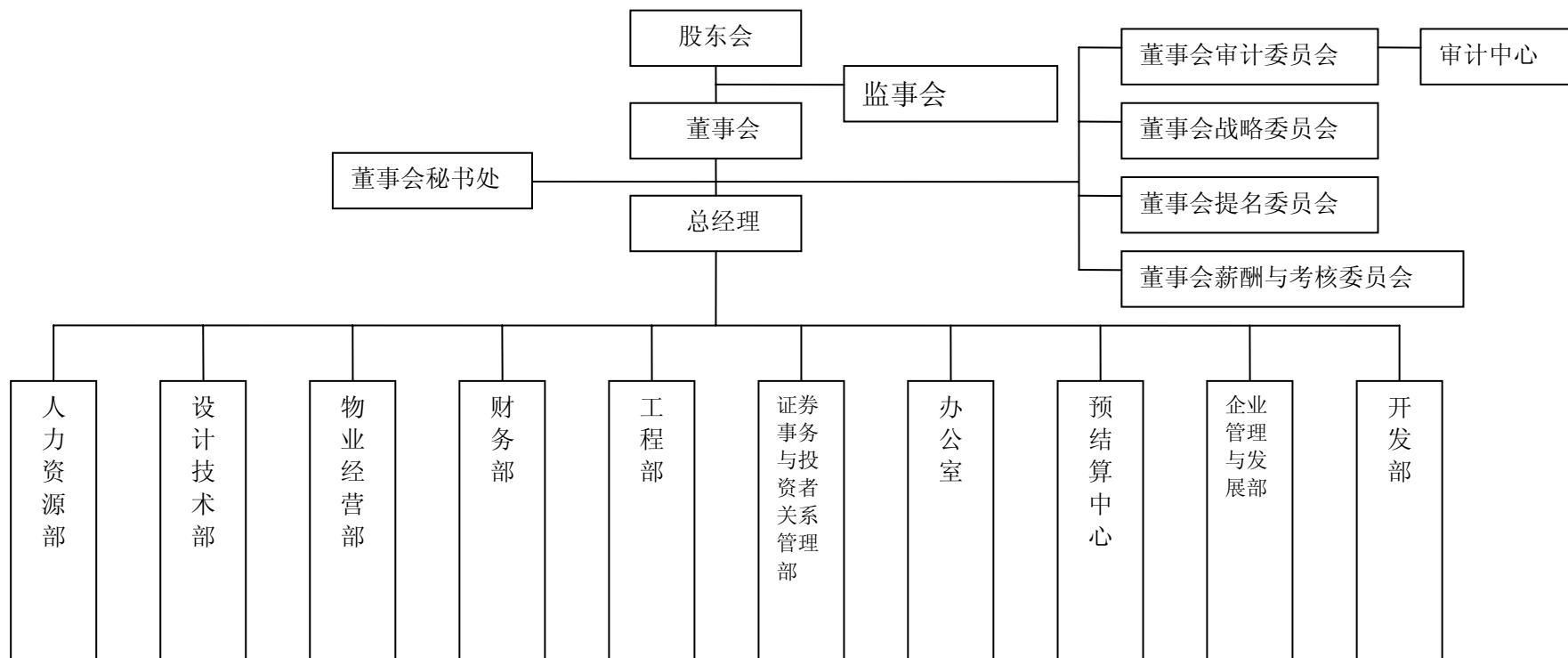
EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

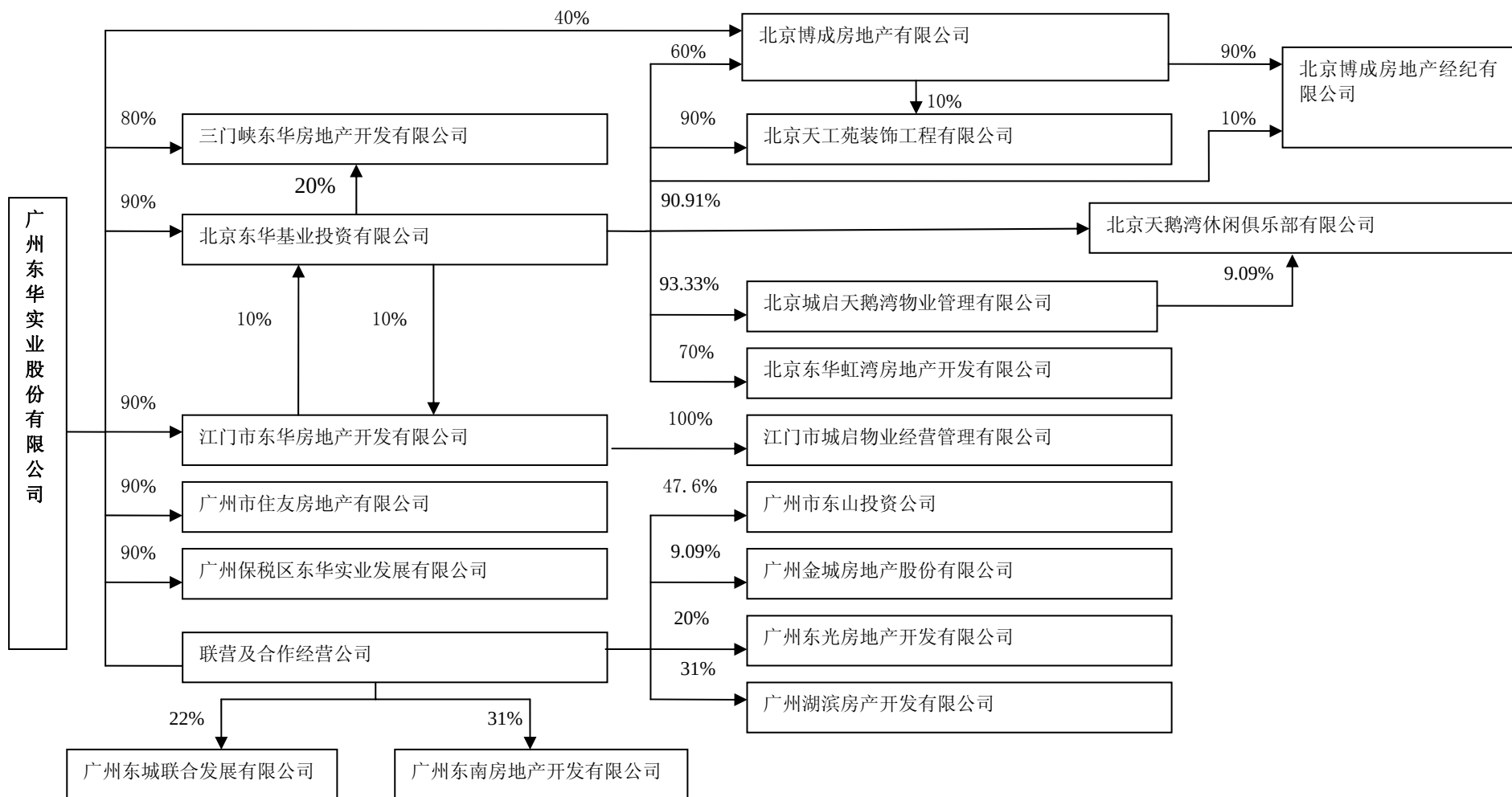
企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 6 广州东华实业股份有限公司
组织结构图



股权结构图



附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

天津中诚资信评估有限公司关于 广州东华实业股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和天津中诚资信评估有限公司（天津中诚）对跟踪评级的有关要求，天津中诚将在本期债券存续期内，在每年广州东华实业股份有限公司年报公告后的一个月进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广州东华实业股份有限公司应按天津中诚跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广州东华实业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知天津中诚并提供有关资料。

天津中诚将密切关注广州东华实业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广州东华实业股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，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，天津中诚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。

如广州东华实业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，天津中诚将根据有关情况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，直至广州东华实业股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送广州东华实业股份有限公司、监管部门、交易机构等。

