

珠海华发实业股份有限公司

2009 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

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，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【20】号 01

债券剩余规模: 17.99 亿
元

债券到期日期: 2017 年
10 月 16 日

债券偿还方式: 按年付
息, 到期一次还本, 附
第 5 年末上调票面利率
及投资者回售选择权

分析师

姓名:
林丽霞 雷巧庭

电话:
0755-82871596

邮箱:
linlx@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

珠海华发实业股份有限公司 2009 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 04 月 10 日	2014 年 05 月 30 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”) 及其 2009 年 10 月 16 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2015 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内, 公司商品房项目销售情况较好, 营业收入与利润水平较为平稳, 同时, 公司加大在一线城市广州与上海的土地储备, 优化区域布局, 且在建及拟建等储备项目较多, 未来业务持续性较强; 但我们也关注到受宏观经济及行业增速等因素影响, 公司未来商品房销售存在不确定性, 且储备项目的后续开发投入将使其面临较大的资金压力以及偿债压力加大等风险因素。

正面:

- 公司商品房销售情况较好, 营业收入与净利润稳中有升。2014 年, 在全国和珠海市商品房销售面积同比分别下滑 7.6%、1.8% 的背景下, 公司实现商品房项目销售面积 85.15 万平方米、销售金额 85.80 亿元, 同比分别增长 34.65%、1.43%, 使得当年营业收入、净利润分别为 71.04 亿元、6.29 亿元, 与上年相比稳中有升。
- 公司项目区域布局有所优化。2014 年以来, 公司在巩固珠海市场的同时, 加大在广州、上海、武汉地区的土地投资力度, 在该三地合计取得计容建筑面积 83.69 万平方米 (含上海联合竞买土地) 的土地储备, 公司项目区域布局有所优化, 有利于降低区域布局过度集中带来的风险。
- 公司在建及拟建项目较多, 业务持续性较强。目前公司在建及拟建项目较多, 截

至 2014 年末，公司主要在建项目建筑面积合计超过 900 万平方米，且尚未开工的储备土地计容建筑面积较大，随着该等项目的后续投入，公司中长期业务持续性较强。

关注：

- **受宏观经济与行业政策等因素影响，公司未来商品房项目销售存在不确定性。**2014 年，我国宏观经济增速持续放缓，商品房销售面积、销售金额同比分别下滑了 7.6%、6.3%；受宏观经济与行业政策等因素影响，公司未来商品房项目销售存在不确定性。
- **在建与拟建项目尚需投入资金量较大，公司面临较大资金压力。**截至 2014 年末，公司主要在建项目预计尚需投入开发资金合计超过 500 亿元；同时，截至 2015 年 4 月 10 日，储备土地尚需支付的土地价款超过 30 亿元，随着在建项目的后续开发与储备土地价款的清缴，公司面临较大的资金压力。
- **有息负债规模较快攀升，偿债压力加大。**为加快商品房项目的土地储备与开发推进，2014 年公司有息负债规模较快攀升，由 2013 年的 238.40 亿元上升至 412.44 亿元，同比增长了 73.01%，使得公司 2015 年、2016 年需偿还的本息分别为 218.34 亿元、147.60 亿元，偿债压力加大。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	6,743,109.10	4,372,816.72	2,896,430.16
归属于母公司股东权益合计（万元）	691,380.43	638,232.29	662,465.47
有息债务（万元）	4,124,434.78	2,383,969.47	1,232,692.52
资产负债率	80.74%	76.99%	69.80%
流动比率	1.92	2.26	2.39
速动比率	0.48	0.67	0.45
营业收入（万元）	710,430.20	701,712.55	454,733.24
营业利润（万元）	84,471.43	85,000.76	84,236.67
利润总额（万元）	84,104.11	85,620.54	84,313.37
综合毛利率	34.32%	30.75%	45.16%
总资产回报率	1.74%	2.67%	3.69%
EBITDA（万元）	101,957.83	100,830.53	98,594.95
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.57	1.07
经营活动净现金流净额（万元）	203,212.17	87,180.91	-60,939.78

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2009]915”号文核准，公司于2009年10月16日发行8年期的18亿元公司债券，票面利率为7.00%。

本期债券的起息日为2009年10月16日，按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券附第5年末公司上调票面利率和投资者回售选择权，2014年10月16日，公司根据投资者的有效回售申报回售本期债券72.10万元，并自该日起将本期债券存续期后3年的票面利率上调60个基点至7.60%。截至2014年末，本期债券本金余额为179,927.90万元。

跟踪期内，公司按时支付本期债券利息，截至2014年末本期债券本息兑付情况见下表：

表1 截至2014年12月31日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金回售金额	利息支付
2010年10月16日	0	12,600
2011年10月16日	0	12,600
2012年10月16日	0	12,600
2013年10月16日	0	12,600
2014年10月16日	72.10	12,600
合计	72.10	63,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金已全部使用完毕，其中，用于偿还银行贷款的资金5亿元，剩余资金已用于补充流动资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司的注册资本、总股本及业务结构均未发生明显变化。截至2014年末，公司控股股东仍为珠海华发集团有限公司，实际控制人仍为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。

2014年，纳入公司合并范围的子公司共93家，较上年增加16家，减少2家，具体情况见表2。其中，2014年7月，公司以21.21亿元的价格收购珠海市中泰投资有限公司90%的股权，取得珠海市香洲区湾仔南湾南路3003号及周边场所的“城市三旧”改造项目的开发主导权，该项目实际建设用地面积70,075.36平方米，计容总建筑面积258,990平方米；2014年8月，公司根据2011年签订的保障性住房合作协议，将持有的沈阳珠华保障房建设开发有限公司100%股权转让给沈阳辉山农业高新区建设开发有限公司，转让价款15,150.25万元，实现

3,472.86万元的投资收益。

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变更原因
武汉华发中城房地产开发有限公司	100%	1,000.00	房地产开发	新设
广州华宁房地产开发有限公司	51%	102,040.82	房地产开发	新设
广州华创房地产开发有限公司	100%	1,000.00	房地产开发	新设
沈阳华地商业投资有限公司	100%	1,000.00	商业投资	新设
武汉华耀房地产开发有限公司	100%	1,000.00	房地产开发	新设
上海铨发创盛置业有限公司	52.63%	19,000.00	房地产开发	新设
铨创置业（澳门）一人有限公司	100%	80 万澳门币	地产贸易	新设
天津华发置业有限公司	100%	10,000.00	房地产开发	新设
珠海市中泰投资有限公司	90%	30,000.00	房地产开发	收购合并
上海铨福创盛置业有限公司	100%	1,000.00	房地产开发经营	新设
武汉华发商都商业管理有限公司	100%	100	房地产项目咨询	新设
上海铨鹏置业发展有限公司	100%	1,000.00	房地产开发经营	新设
珠海华发景龙建设有限公司	50%	5,000.00	建筑工程、室内外装饰及设计	新设
珠海华海置业有限公司	100%	1,000.00	房地产开发经营	新设
珠海华发商业经营管理有限公司	100%	3,000.00	物业管理	新设
珠海华发新天地商业经营有限公司	100%	1,000.00	物业管理	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变更原因
沈阳珠华保障房建设开发有限公司	100%	10,000	保障房开发	出售
辽宁华发投资有限公司	100%	1,000	项目投资与管理	注销

资料来源：公司提供

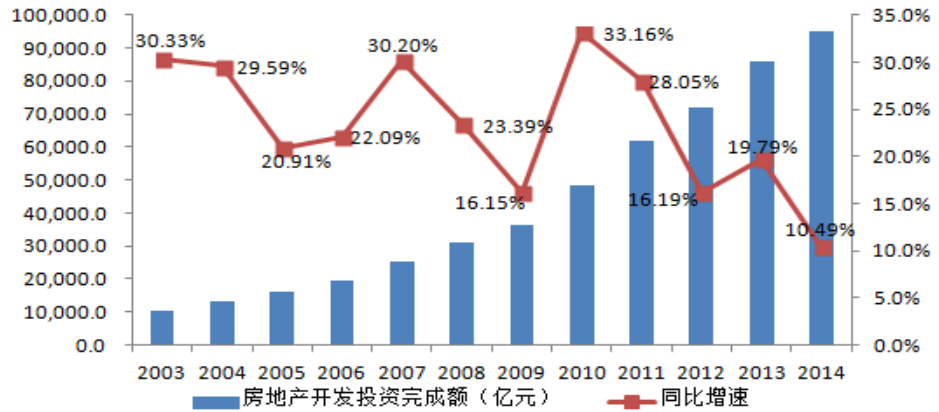
截至2014年12月31日，公司资产总额为674.31亿元，归属于母公司的所有者权益为69.14亿元，资产负债率为80.74%；2014年度，公司实现营业收入71.04亿元，利润总额8.41亿元，经营活动现金净流入20.32亿元。

三、运营环境

2014年我国房地产行业开发投资增速放缓，房企投资意愿有所下滑

近年随着经济的持续发展及城市化的推进，我国房地产开发投资规模持续快速增长，2003-2013年同比增速均维持在16%以上的水平。2014年，随着宏观经济增速的放缓，全国房地产开发投资完成额95,035.61亿元，同比增长10.49%，增速较上年下滑了9.3个百分点。

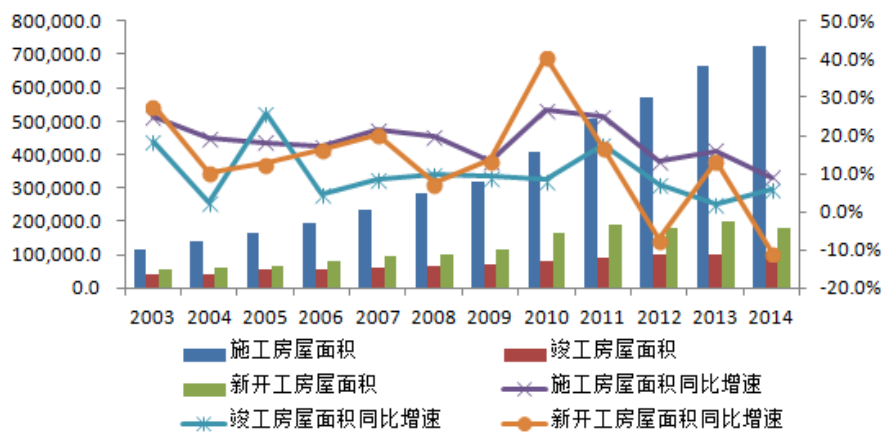
图1 2003-2014年全国房地产开发投资完成额及增速



资料来源: Wind资讯

随着房地产开发投资的持续增长, 2003-2013年全国房屋施工面积、竣工面积、新开工面积总体上均有所上升。但在2014年开发投资增速放缓的情况下, 全国房屋施工面积为726,482.34万平方米, 同比增长了9.15%, 增速放缓; 全国房屋新开工面积为179,592.49万平方米, 同比下滑了10.74%。由于竣工存在一定的滞后效应, 2014年全国房屋竣工面积为107,459.05万平方米, 同比增长了5.94%, 较上年增速略有上升。

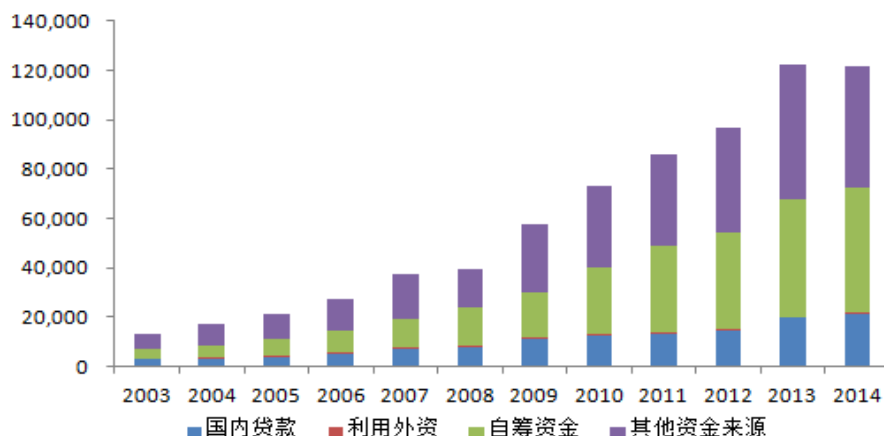
图2 2003-2014年全国商品房新开工、施工、竣工面积及增速 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind资讯

随着投资开发的持续增长, 2003-2013年房地产开发企业资金到位情况良好。但受宏观经济下行及房地产市场相对低迷等因素影响, 2014年, 我国房企到位资金为121,991.48亿元, 整体较上年略有下滑。其中, 国内贷款21,242.61亿元, 同比增长7.98%, 较上年增速下滑了约25个百分点; 自筹资金50,419.80亿元, 同比增长6.31%, 较上年增速下滑了约15个百分点; 利用外资639.26亿元, 同比增长19.67%, 较上年增速下滑了约13个百分点; 其他资金 (包括定金及预收款、个人按揭贷款等) 49,689.81亿元, 同比下滑了8.81%。

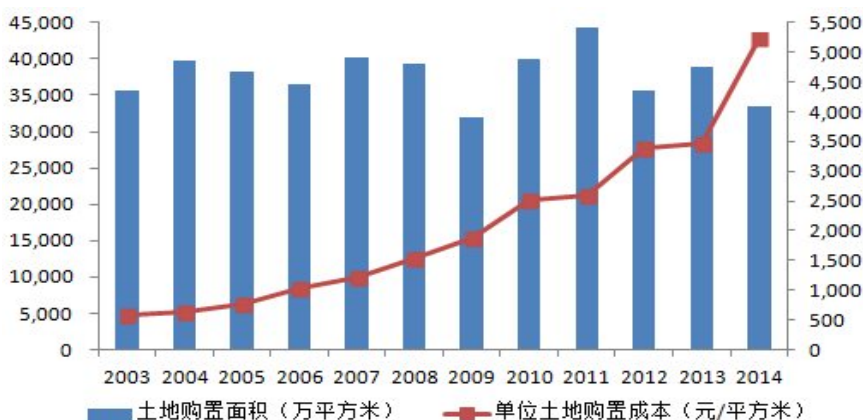
图3 2003-2014年房地产开发企业资金到位及构成情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind资讯

受资金到位等因素影响, 2013年房地产开发企业拿地意愿有所提升, 全年土地购置面积为38,814万平方米, 比上年增长了8.83%; 2014年房地产开发企业拿地意愿有所下滑, 全年土地购置面积为33,383万平方米, 比上年下降了13.99%。

图4 2003-2014年全国房地产开发土地购置面积及单位购置成本

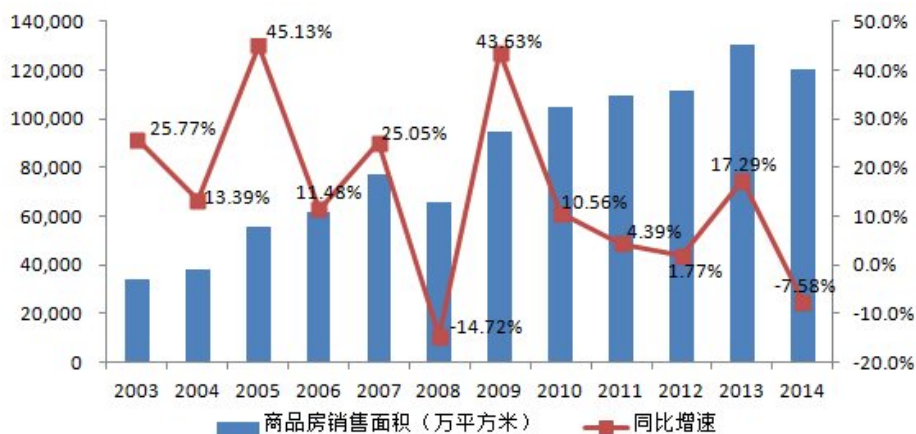


资料来源: Wind资讯

2014年以来, 我国房地产行业政策逐步以长效机制取代限购限贷等短期调控手段, 有利于促进房地产行业的长期稳定发展, 但短期不同区域的房企将进一步分化

受宏观经济形势、货币环境与信贷、财税调控政策等因素影响, 近年我国房地产市场需求波动较大。2010-2012年我国商品房销售面积增速持续放缓, 随着人们对调控常态化的逐步适应, 被压制的购房需求得到明显释放, 2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米, 同比增长17.29%, 相比2012年增加15.52个百分点。2014年, 随着宏观经济增速的放缓, 我国房地产市场相对低迷, 全国商品房销售面积减少至12.06亿平方米, 同比下滑了7.58%; 全国商品房销售金额为76,292.41亿元, 较上年同期下滑了6.31%。

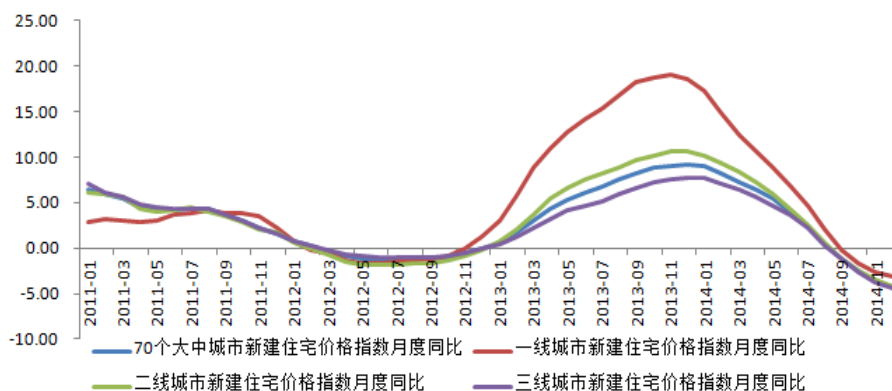
图5 2003-2014年商品房销售面积及其同比增速



资料来源：Wind资讯

同时，我国70个大城市新建住宅价格指数当月同比在2012年3月至12月连续10个月持续下降后，自2013年1月至2014年8月持续增长，但2014年四季度又持续下降，价格波动较大。其中，2014年9月以来，二三线城市新建住宅价格指数当月同比下滑幅度大于一线城市。近年货币供应规模持续快速增长、市场资金面充裕是导致我国房地产市场量价齐升的重要原因。2014年初至今，由于市场资金面趋于紧张、信贷收紧、利率普遍上浮，我国房地产成交量价则相对低迷。

图6 2011年1月-2014年11月我国70个大中城市新建住宅价格指数月度同比增速(单位：%)



资料来源：Wind资讯

从政策方面来看，2014年，受房地产销售相对低迷、开发投资有所下滑等因素影响，我国出台了一系列关于房地产市场发展的政策：年初提出“针对不同城市情况分类调控，增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展”；5月央行副行长在15家银行负责人座谈会上支持首套房贷（从利率和审贷流程方面）；6月以后呼和浩特等城市相继取消或放松限购；9月央行及银监会联合发文支持住房

金融工作，推出房贷新政（调低房贷利率下限等）；10月住建部、财政部、人民银行联合发文放宽公积金贷款；12月国务院出台《不动产登记暂行条例》，将实现不动产登记信息的全面联网。此外，央行于2014年11月下调人民币存款与贷款基准利率，2015年1月降低存款准备金率，释放宽松的货币政策信号。从2014年以来的房地产行业政策来看，限购、限贷等手段逐渐退出，保障房建设、增加中小套型住房供给、不动产登记等长效机制逐步建立，有利于促进我国房地产行业的长期稳定发展。

表 3 2009-2014 年我国房地产市场主要调控政策

年度	颁布单位	主要内容
2009	国务院	个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年。
2009	国家五部委	开发商拿地首付款不得低于全部土地出让款的 50%。
2010	国务院	增加保障性住房和普通商品住房有效供给，加快推进保障性安居工程建设，落实地方各级人民政府责任等五大方面共 11 条措施，简称“国十一条”。
2010	国务院	贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%。
2010	国务院	增加住房有效供给，实行更为严格的差别化住房信贷政策。
2010	中央和各地方政府相关部门	对不符合条件的外地居民和二次以上本地居民购房实行限购政策。
2011	国家七部委	各地要加大贯彻落实房地产市场宏观调控政策的力度，完善差别化的住房信贷政策；调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策；切实增加住房有效供给；加大住房交易市场检查力度等，简称“新国十条”。
2011	国务院	进一步落实地方政府责任，加大保障性安居工程建设力度，调整完善相关税收政策，加强税收征管，强化差别化住房信贷政策，严格住房用地供应管理，合理引导住房需求，落实住房保障和稳定房价工作的约谈问责机制等，简称“新国八条”。
2011	上海、重庆地方政府	在上海、重庆试点实施房产税征收工作。
2011	住建部	符合五项标准的二三线城市建议限购，台州、珠海等跟进。
2013	国务院	新“国五条”，进一步完善住房限购措施，充分发挥税收政策的调节作用。
2014	呼和浩特等城市放开限购	自 6 月呼和浩特发文取消限购以来，全国已有 40 多个城市相继取消或大幅度松绑限购（北上广深和三亚仍执行限购政策）。
2014	人民银行、银监会	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》：对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，贷款购买二套住房可按照首套房贷政策执行；对于贷款购买首套普通自住房的家庭，最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率 0.7 倍等
2014	住建部、财政部、人民银行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》：连续缴存 6 个月（原为 12 个月）即可申请公积金贷款，并取消四项收费。
2014	国务院	《不动产登记暂行条例》将于 2015 年 3 月施行，不动产登记信息将实现全面联网。

资料来源：公开资料，鹏元整理

但短期来看，不同城市量价走势和政策分化进一步加剧，一线城市和热点二线城市供不应求压力持续，多数二线城市供需均衡价格平稳；大多数三四线城市供应充足，部分城

市需警惕供应过剩和价格下行风险，少数城市或将继续松绑政策鼓励需求，而毗邻核心城市的三四线城市量价仍有空间。受此影响，不同区域布局的房企将进一步分化：对于布局于一、二线城市的房企，其业绩将相对稳定；对于布局于三四线及以下城市的房企，其业绩将面临较大的不确定性。

四、经营与竞争

公司主要从事房地产开发业务。2014年，公司加快盘活存量资产，加大力度推进项目开发建设，实现新开工面积149.38万平方米，同比增长53.84%；受项目开发周期的影响，当年竣工面积68.68万平方米，同比有所下滑。同时，在全国和珠海市商品房销售面积同比分别下滑7.6%、1.8%的背景下，公司加大楼盘促销力度，2014年实现房地产项目销售面积85.15万平方米，同比增长34.62%，使得当年合同销售金额为85.80亿元，同比略有增长。此外，公司加快优化区域布局，在巩固珠海市场优势地位的基础上，加大广州、武汉重点区域投资力度，并取得上海市张江地块与杨浦地块进入上海市场。2014年，公司通过公开竞拍方式在上述区域（不含通过股权收购取得的珠海地块）新增土地计容建筑面积108.85万平方米，新增土地价款合计118.79亿元。此外，公司2014年7月通过股权收购方式取得珠海湾仔三旧改造项目地块，并于2015年3月通过联合竞价方式取得上海市闸北区市北高新技术服务业园区N070501单元10-03地块（与华润置地合作开发）。

表 4 2013-2014 年公司房地产业务主要运营指标

项目	2014 年	2013 年
新开工面积（万平方米）	149.38	97.10
竣工面积（万平方米）	68.68	114.80
合同销售面积（万平方米）	85.15	63.25
合同销售金额（亿元）	85.80	84.59
当期结转收入（亿元）	68.24	68.52
期末预收款项余额（亿元）	51.37	56.56
新增土地储备面积（万平方米）	110.69	160.35
新增土地价款合计（亿元）	118.79	98.39

注：土地储备面积为计容积率建筑面积，新增土地储备面积和价款中不含通过股权收购方式取得地块。

资料来源：公司提供

主要受益于珠海华发四季名苑、珠海华发新城六期项目的竣工结转，2014年公司房地产销售业务结转收入682,427.21万元，与上年同期基本持平，使得当年营业收入为710,430.20万元，同比增长1.24%。其他业务收入规模较小，主要系商业百货销售收入以及商业地产的租金收入等。2014年5月公司商业地产华发商都的正式开业，带来了百货销售收入的新增与

租金收入的较快上升，使得其他业务收入明显提高。但因开业前期的费用较高，而下半年部分租户处于免租期，使得当年收入不足以覆盖全年的成本费用，毛利率为负。未来随着华发商都整体出租率的提高，2015年其他业务收入将有所上升。

表 5 2013-2014 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目名称	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售收入	682,427.21	35.81%	685,222.46	31.25%
其他业务收入	28,002.99	-1.90%	16,490.09	9.77%
合计	710,430.20	34.32%	701,712.55	30.75%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司加大销售力度，结转收入相对平稳，短期业绩较有保障

2014年，公司继续加快盘活存量资产，加大力度促进商品房项目销售，合计回笼资金65.43亿元。其中，珠海华发四季名苑、珠海华发水岸、沈阳华发首府与华发岭南荟、珠海华发水郡项目销售情况较好，回笼资金金额较大。随着珠海华发新城六期、珠海华发四季名苑、沈阳华发首府与华发岭南荟等楼盘的部分或全部竣工结转，公司2014年实现结转收入682,427.21万元，大体与上年持平，结转收入相对平稳。其中，珠海华发四季名苑项目结转收入330,262.21万元，占比近半。受益于珠海华发四季名苑、珠海华发水岸等项目的销售情况较好，截至2014年末公司预收款项为51.37亿元，一定程度上锁定了公司短期业绩。

表 6 2013-2014 年公司结转收入与回笼资金的项目明细（单位：万元）

项目名称	结转收入		回笼资金	
	2014 年	2013 年	2014 年	2013 年
珠海华发新城	96,517.60	213,945.85	47,565.88	115,120.54
珠海华发蔚蓝堡	44,486.89	132,524.59	47,116.57	69,433.00
华发水郡	14,668.17	108,786.10	69,762.89	51,856.01
沈阳华发	111,933.01	94,985.81	119,186.93	117,324.08
包头华发	36,857.65	48,695.81	39,700.25	31,696.34
大连华发	32,069.50	38,692.78	15,617.88	45,173.98
珠海华发峰景名苑	3,402.18	25,767.60	486.48	9,469.54
珠海中山生态园	4,192.25	11,757.02	18,285.15	11,253.86
珠海华发世纪城	7,787.74	8,118.99	7,074.04	9,385.52
华景花园	21.20	50.18	0.00	0.00
珠海九洲花园	228.82	1,897.73	50.00	1,897.73
珠海华发四季名苑	330,262.21	0.00	99,841.98	308,836.58
南宁华发新城	0.00	0.00	33,484.64	14,462.23
珠海华发水岸	0.00	0.00	154,571.37	0.00
盘锦华发新城	0.00	0.00	1,579.89	0.00

合计	682,427.21	685,222.46	654,323.94	785,909.41
----	------------	------------	------------	------------

资料来源：公司提供

从收入的区域分布来看，2014年公司房地产项目结转收入仍主要来自珠海市，该市收入占比由2013年的71.67%上升至72.88%；来自大连市和包头市的收入占比有所下滑；来自沈阳市的收入占比随着沈阳首府一期和沈阳岭南荟一期的完工结转而有所提升。总体来看，房地产业务区域集中度依然较高，易受单一区域市场波动所影响，但随着储备项目区域布局的优化提升，预计公司该业务的区域集中度将有所下降。

受益于主力结转项目珠海华发四季名苑、珠海华发新城六期的售价较高及拿地成本相对较低，2014年，公司房地产业务的毛利率相对较高，较上年提高了4.56个百分点。

表 7 2013-2014 年公司房地产销售收入分地区构成及毛利率情况（单位：万元）

地区	2014 年			2013 年		
	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比
珠海市	497,374.81	43.84%	72.88%	491,091.05	34.84%	71.67%
中山市	4,192.25	45.64%	0.61%	11,757.02	44.16%	1.72%
大连市	32,069.50	18.34%	4.70%	38,692.78	26.86%	5.65%
包头市	36,857.65	12.66%	5.40%	48,695.81	36.51%	7.11%
沈阳市	111,933.01	12.38%	16.40%	94,985.81	10.21%	13.86%
合计	682,427.21	35.81%	100.00%	685,222.46	31.25%	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司加大土地储备，目前在建与拟建项目较多，区域布局有所优化，中长期业务持续性较好；但其后续投入将使公司面临较大资金压力，且其未来销售受宏观经济与行业等因素影响存在不确定性

2014年，公司在全力推动楼宇销售的同时，加快推进项目开发建设，推进珠海华发首府（即横琴项目）、广州广钢项目、上海张江华发四季等项目的储备与开工建设，使得当年新开工项目较多，新开工面积达到149.38万平方米，同比较快增长。截至2014年末，公司主要在建项目包括威海九龙湾、珠海华发水郡花园三期、珠海华发首府、沈阳华发新城南站项目等，建筑面积合计超过900万平方米，且大多项目尚未开盘，未来可供出售的建筑面积较大，公司中长期业务持续性较好。

公司在建项目中，珠海华发水岸（分两期开发，一期2014年开盘）项目2014年开盘后销售情况较好，当年回笼资金约15.46亿元，截至2014年末已售28.43万平方米。华发又一城项目位于珠海市斗门区珠峰大道南侧，分两期开发，其中一期项目预计总投资12.56亿元，总用地面积13.47万平方米，规划建筑面积为23.34万平方米，分三个标段开发（一标段、二标段建筑类型主要为高层，商品房面积主要在80至165平方米；三标段建筑类型包括别墅和

多层)，一标段已于2014年开盘，截至2014年末已售面积12.38万平方米，销售情况相对较好。珠海华发首府项目位于珠海市横琴新区，占地面积约13万平方米，计容建筑面积31.86万平方米，分三期开发，建筑类型以高层为主，主要系一房至四房户型，户型面积约60-210平米，目前一期、二期在建，其中一期项目全部可售楼盘1,300多套，建筑面积约15万平米，预计2015年下半年可开售，将成为公司2015年的主力销售项目之一。威海九龙湾项目预计总投资107.48亿元，总建筑面积140多万平米，系集旅游度假（酒店）、休闲购物（商业物业）、办公、居住生活为一体的高端城市综合体项目，该项目于2014年8月开工，预计整体开发周期相对较长，住宅一期项目预计2015年下半年可开售。

表 8 截至 2014 年底公司主要在建项目情况

项目	开工时间	计划总投资 (万元)	累计已投资 (万元)	建筑面积 (万m ²)	已售面积 (万m ²)
珠海华发山庄	2012	439,267.97	194,792.31	21.39	未开盘
南宁华发新城	2012	589,321.00	333,907.36	40.26	7.03
珠海华发水郡花园三期 A 期及后期（即华发又一城）	2013	966,650.57	249,524.21	137.61	12.38
珠海华发水岸	2013	348,960.00	214,193.10	46.58	28.43
中山华发观山水	2013	468,890.88	156,802.10	66.67	未开盘
中山华发生态庄园三期及后期	2013	474,654.42	71,092.63	106.95	7.97
盘锦华发新城	2014	573,600.00	11,544.26	112.12	0.97
珠海华发首府	2014	943,621.94	649,477.29	31.86	未开盘
沈阳华发新城南站项目	2014	620,000.00	163,954.60	103.50	未开盘
武汉中央商务区项目	2014	431,501.00	296,620.49	30.50	未开盘
珠海绿洋湾花园	2014	417,721.50	213,555.29	16.86	未开盘
广州广钢项目	2014	389,647.54	8,244.17	22.43	未开盘
上海张江华发四季	2014	379,732.00	239,774.38	9.20	未开盘
珠海华发峰尚花园	2014	338,462.00	106,559.31	49.23	未开盘
武汉华发四季	2014	316,500.00	52,220.16	28.60	未开盘
威海九龙湾项目	2014	1,074,820.00	178,793.83	99.74	未开盘
合计		8,773,350.82	3,141,055.49	923.50	

注：建筑面积除南宁华发新城、武汉中央商务区、珠海华发峰尚花园项目为可售面积外，其余项目系计容建筑面积。

资料来源：公司提供

土地储备方面，公司在巩固珠海大本营优势地位的同时，加大广州、上海新区域的投资力度。2014年以来，公司通过公开竞拍、股权收购等方式相继取得广州荔湾区与海珠区地块、上海张江与杨浦区地块、武汉汉阳区地块、珠海十字门商务区地块等，合计占地面积43.21万平方米，计容建筑面积144.07万平方米，合计土地价款约177.14亿元。其中，珠海市香洲区湾仔海湾村地块系公司通过以21.21亿元的交易对价收购珠海市中泰投资有限

公司90%的股权获得,开发项目为珠海峰景湾花园,该项目实际建设用地面积70,075平方米,公司所占总容总建筑面积23.31万平方米(总计容建筑面积25.90万平方米);上海市闸北区市北高新园区地块系公司与华润置地联合竞得(公司持有项目公司50%的股权),该地块占地面积76,315平方米,计容建筑面积20.22万平方米,土地价款70.52亿元,溢价16.20%,公司按权益占有的计容建筑面积为10.11万平方米。截至2015年4月10日,武汉汉阳区江城大道与四新南路交叉口地块尚需支付地价2.16亿元,上海市闸北区市北高新园区地块公司尚需支付的地价为28.21亿元,该等地块合计尚需支付的地价超过30亿元。

表9 2014年以来公司土地储备明细情况

位置	获得时间	用途	用地面积(万m ²)	建筑面积(万m ²)	土地价款(万元)	楼面地价(元/m ²)	取得方式
广州市荔湾区芳信路	2014.01	商住地	3.31	9.12	142,301	15,600	公开竞买
广州市海珠区宝岗大道	2014.01	二类居住	0.76	2.43	29,191	12,000	公开竞买
广州荔湾区芳村大道	2014.02	居住、中小学等用地	4.67	22.43	291,570	13,000	公开竞买
武汉市汉阳区四新南路与梅林东路交叉口	2014.02	居住	3.69	12.63	49,700	3,935	公开竞买
武汉汉阳区江城大道与四新南路交叉口	2014.07	住宅、商服	4.20	15.97	43,200	2,705	公开竞买
珠海市香洲区湾仔海湾村	2014.07	居住	6.40	23.31	220,585	-	股权收购
上海市浦东新区张江南区	2014.09	居住	4.60	9.20	237,000	25,765	公开竞买
珠海十字门商务区湾仔片区2014-31号地	2014.10	居住及二类服务设施	7.55	21.04	231,472	11,000	公开竞买
珠海十字门商务区湾仔片区2014-32号地	2014.10	办公、酒店、商业、住宅	2.59	14.23	102,779	7,225	公开竞买
上海市杨浦区定海社区	2014.11	居住	0.72	1.80	60,700	33,723	公开竞买
珠海市沿河路北侧、工人村路东侧	2015.01	二类居住	0.90	1.80	18,771	10,400	公开竞买
上海市闸北区市北高新园区	2015.03	居住办公	3.82	10.11	352,600	34,870	联合竞买
合计			43.21	144.07	1,771,405		

注: 1、珠海十字门商务区湾仔片区31号地由四宗地块组成, 总占地面积75,542.62m²: A1、A3、A6地块为居住用地, A4地块为二类服务设施用地; A1地块占地面积为34,770.18m², 容积率≤2.5且>1.0; A3地块占地面积为10,905.32m², 容积率≤3.5且>1.0; A4地块占地面积为6,594.74m², 容积率≤1.5且>1.0; A6地块占地面积为23,272.38m², 容积率≤3.5且>1.0; 2、上述股权收购的珠海湾仔三旧改造项目地块及联合竞拍取得的上海市闸北区市北高新园区N070501单元10-03地块的用地面积、建筑面积、土地价款均已按公司权益占比进行列示, 此外, 公司2013年通过股权收购方式取得的武汉王家墩中央商务区项目用地(项目

总用地面积约为10.08万平方米，计容总建筑面积36.92万平方米，公司以约13.67亿元的对价获得51%的股权)；2、珠海市香洲区湾仔海湾村的土地价款系收购股权时的土地评估价。
资料来源：公司提供

公司具有一定的品牌优势，目前在建与拟建项目数量较多，未来可售的建筑面积较大，同时，公司在一线城市的项目数量与投资额度有所提升，项目区域布局有所优化，有利于降低区域布局过度集中带来的风险，公司中长期业务持续性较好。但是，该等项目预计总投资额较大，截至2014年末公司主要在建项目尚需投入资金约563.23亿元，储备土地尚需支付的土地价款超过30亿元，随着在建及拟建项目的后续开发投入，公司面临较大的资金压力；其次，近年我国宏观经济增速放缓，房地产行业销售相对低迷，受此影响，该等项目未来销售存在不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告，公司财务报表均按照新会计准则进行编制。2014年新纳入合并范围的子公司16家，不再纳入合并范围的子公司2家，具体情况见表2。截至2014年末，纳入公司合并范围的子公司共93家。

2014年公司会计政策变更，将原成本法核算的对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响的权益性投资纳入可供出售金融资产核算，同时，将原资本公积中归属于其他综合收益的部分及外币报表折算差额予以调整，使得资产负债表中相关科目年初数略有调整。以下2013年数据采用了2014年度审计报告期初数。

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模较快增长，部分资产用于借款抵押，整体流动性一般

2014年，主要由于外部融资规模的明显上升，公司总资产规模较快增长，截至2014年末达到674.31亿元，同比增长了54.21%。资产结构与2013年差异不大，仍以存货等流动资产为主。

随着项目开发资金与土地价款的支付，2014年末公司货币资金余额为66.45亿元，占总资产的比例有所下降，其中银行借款及履约保证金等使用权受限的货币资金2.30亿元。2014年末公司预付款项为86.18亿元，同比增长了40.45%，主要系当年预付了广州芳村大道、珠

海十字门商务区、上海杨浦等地块的出让金而尚未办好相应权证所致。投资性房地产2014年末余额为22.70亿元，系当年全面开业运营的商业物业华发商都，该物业出租率的未来提升可为公司贡献一定的租金收入。公司固定资产主要为房屋及建筑物，其规模相对较小，2014年末净值变动不大。

表 10 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	664,498.59	9.85%	641,753.60	14.68%
预付款项	861,816.18	12.78%	613,601.97	14.03%
存货	4,802,668.02	71.22%	3,024,189.43	69.16%
流动资产合计	6,392,644.21	94.80%	4,291,551.18	98.14%
投资性房地产	227,018.19	3.37%	0.00	0.00%
固定资产	55,723.69	0.83%	51,827.27	1.19%
非流动资产合计	350,464.89	5.20%	81,265.55	1.86%
资产总计	6,743,109.10	100.00%	4,372,816.72	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年，公司加快项目开发节奏，沈阳华发新城南站、珠海华发首府、武汉中央商务区等开工，当年新开工面积达到149.38万平方米；同时，公司加大项目储备力度，先后取得广州芳信路、宝岗大道及芳村大道地块、珠海峰景湾花园地块以及上海浦东新区张江地块并办妥相应权证转入开发成本。受此影响，2014年末公司开发成本账面价值显著上升至435.36亿元，同比增长了62.06%。此外，随着珠海华发四季名苑项目的竣工转入以及沈阳岭南荟一期、沈阳首府一期、大连华发新城一期等部分竣工产品的投入增加，2014年末开发产品余额增长至38.58亿元。由于开发成本和开发产品的增加，2014年末公司存货账面价值较快上升至480.27亿元。其中，已用于借款抵押的存货账面价值为261.22亿元，占比54.39%，资产流动性受到一定的限制。

表 11 近年公司存货构成情况（单位：万元）

存货构成	2014 年		2013 年	
	账面价值	占比	账面价值	占比
开发成本	4,353,594.82	90.65%	2,686,469.59	88.83%
开发产品	385,785.22	8.03%	313,107.10	10.35%
出租开发产品	60,494.73	1.26%	23,213.82	0.77%
其他	2,793.25	0.06%	1,398.93	0.05%
合计	4,802,668.02	100.00%	3,024,189.43	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

整体来看，公司近年商品房项目销售情况较好，存货去化相对较快，2014 年结转减少的开发产品价值 45.78 亿元。但值得注意的是，主要受区域市场同类楼盘供给较多及存量商品房以中大户型为主（面积主要在 100 平方米以上）等因素影响，大连华发新城一期、包头华发新城二期项目去库存相对缓慢；中山华发生态庄园二期为别墅类项目，单价较高，在宏观经济增速放缓的背景下去库存周期相对较长；珠海华发蔚蓝堡三期项目同时开工，同年开盘，放盘量较大，故去库存速度相对缓慢。

表 12 截至 2014 年末开发产品中去库存相对缓慢项目情况（单位：万平方米、万元）

项目	开盘时间	总可售面积	已售面积	剩余可售面积	期末预收款项	期末存货余额
中山华发生态庄园二期	2010 年 7 月	7.02	4.47	2.55	370.00	27,300.95
大连华发新城一期	2010 年 10 月	23.77	17.71	6.06	4,782.26	59,996.09
珠海华发蔚蓝堡	2011 年 8 月	31.61	18.85	12.76	12,503.11	68,997.01
包头华发新城二期	2012 年 9 月	18.86	10.76	8.10	10,307.85	78,687.31
合计	-	81.26	51.79	29.47	27,963.22	234,981.36

注：1、上述已售面积、剩余可售面积按照签署销售合同的口径统计，而期末预收款项根据销售资金到账口径统计，部分楼盘可能在同时被统计到已售面积及期末存货余额，而在剩余可售面积和期末预收款项中未有体现；2、大连华发新城一期、包头华发新城二期的建筑类型均主要为高层和小高层；珠海华发蔚蓝堡建筑类型为洋房、高层和小高层；中山华发生态庄园二期系别墅类项目。

资料来源：公司提供

总体而言，跟踪期内，公司库存去化相对较快，在加快开发节奏与加大项目储备的情况下，公司总资产规模较快增长，但部分资产已用于借款抵押，资产整体流动性一般。

资产运营效率

跟踪期内，公司加大项目储备与开发投入，使得资产运营效率有所下降

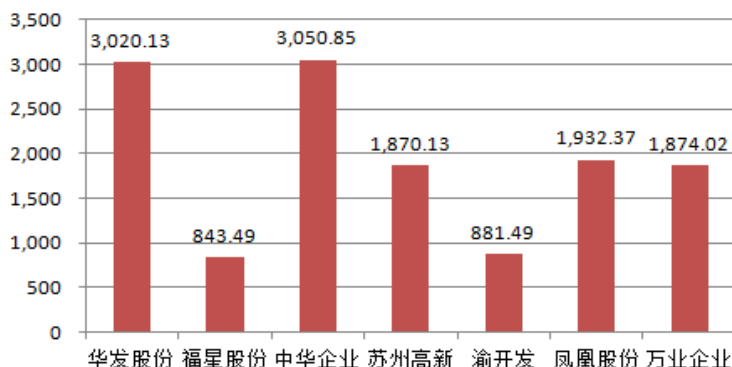
2014年，在商品房与土地市场相对低迷的情况下，公司加大在重点城市的土地储备力度，同时加快储备项目的开发投入，使得当年支付的土地价款与新开工面积大幅提升，带来2014年末存货、流动资产及总资产余额的较快增长。2014年，公司存货周转天数由2013年的1,971.04天上升至3,019.48天，与收入规模相近的上市房企相比，公司存货周转天数较长。公司流动资产及总资产的周转天数也相应地上升，整体资产运营效率有所下降。

表 13 近年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014 年	2013 年
存货周转天数	3,019.48	1,971.04
流动资产周转天数	2,707.03	1,827.35
总资产周转天数	2,816.42	1,864.67

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

图 7 2014 年部分上市房企存货周转天数比较（单位：天）



资料来源：Wind 资讯

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入与净利润稳中有升

2014年，在宏观经济增速放缓、房地产行业销售低迷等环境下，公司加大促销力度，根据不同区域不同项目特点，制定相应的销售策略，使得公司房地产结转收入基本与上年持平，在租金收入、百货收入等其他业务收入有所上升的基础上，带来营业收入的稳中有升。截至2014年末，公司在建项目已售未结转的款项（即预收款项）为51.37亿元，一定程度上锁定了公司的短期业绩。

受益于珠海地区主力结转项目珠海华发四季名苑与华发新城六期的销售毛利率较高，2014年公司综合毛利率由2013年的30.75%提升至34.32%，剔除公司销售费用与管理费用增加带来的不利影响，公司销售净利率为8.85%，较上年提高了1.05个百分点。与收入规模相近的上市房企相比，公司销售毛利率较高，费用控制能力较好。

表 14 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	710,430.20	701,712.55
营业利润	84,471.43	85,000.76
利润总额	84,104.11	85,620.54
净利润	62,876.10	54,767.81
综合毛利率	34.32%	30.75%
期间费用率	9.23%	7.78%
销售净利率	8.85%	7.80%
总资产回报率	1.74%	2.67%

注：除子公司华发实业（香港）有限公司所得税税率为 16.5%、子公司铎创置业（澳门）一人有限公司所得税税率为 12%外，公司及其余子公司所得税税率均为 25%。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

表 15 2014 年公司与收入规模相近的部分上市房企盈利能力比较

公司简称	营业收入(亿元)	销售毛利率(%)	期间费用率(%)	营业利润率(%)
华发股份	71.04	34.32	9.23	11.89
福星股份	66.86	18.64	10.80	16.28
中华企业	44.15	22.18	33.44	-3.61
苏州高新	35.75	25.69	19.44	0.56
渝开发	19.47	24.57	11.17	7.01
凤凰股份	18.29	41.81	15.15	11.96
万业企业	18.26	32.68	9.04	32.50

资料来源：Wind 资讯

现金流

跟踪期内，公司加大土地储备，投资支出大幅增加；随着该等项目的后续投入，公司面临较大的资金压力

2014年，在房地产行业需求相对低迷的不利环境下，公司针对不同区域、不同项目的特定，加大促销力度，使得当年的商品房销售金额较上年略有增长，销售回笼资金增加。同时，公司往来款项的支付大幅减少，使得其他与经营活动有关的现金流入增加，当年现金净流入为20.32亿元。

根据年初的战略部署，2014年，公司加快在珠海、武汉以及一线城市广州、上海的布局，通过公开竞价方式在上述区域取得合计建筑面积110.69万平方米的地块（不含上海联合竞价项目），使得当年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长。此外，还通过股权收购方式，获得珠海香洲区湾仔南路地块的开发主导权，进一步增加了投资支出的资金，使得当年投资活动现金净流出大幅增加至210.85亿元。

为支持土地储备等投资支出，2014年公司外部融资规模大幅增加，当年取得借款收到的现金达到283.97亿元，使得筹资活动现金净流入191.47亿元，公司投资支出对筹资活动仍较为依赖。目前公司在建及拟建项目尚需投入的开发资金量较大，随着该等项目未来的推进，公司面临较大的资金压力，外部融资需求较大。

表 16 近年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
经营活动现金流入小计	954,202.03	831,480.62
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	811,151.88	786,363.11
经营活动现金流出小计	750,989.86	744,299.71
其中：购买商品、接受劳务支付的现金	461,794.70	415,080.45

经营活动产生的现金流量净额	203,212.17	87,180.91
投资活动产生的现金流量净额	-2,108,464.85	-904,067.66
其中：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,803,578.76	713,159.00
筹资活动产生的现金流量净额	1,914,673.81	1,080,268.29
其中：取得借款收到的现金	2,839,746.00	1,668,856.71
偿还债务支付的现金	1,133,427.10	625,038.98
现金及现金等价物净增加额	9,440.18	263,335.03

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司有息负债较快攀升，偿债压力加大

2014年，为支持土地储备的增加与储备项目的开发建设，公司负债总额较快上升，截至2014年末为544.45亿元，同比增长了61.72%，带来了负债与所有者权益比率的明显上升。

表 17 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	5,444,519.62	3,366,539.29
所有者权益	1,298,589.48	1,006,277.43
负债与所有者权益比率	419.26%	334.55%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司债务压力主要来自短期借款、拆借款（在其他应付款科目核算）、长期借款（含一年内到期的非流动负债）、应付债券，截至2014年末公司有息负债规模为412.44亿元，较上年增长了73.01%，占负债总额的比例上升至75.75%，债务偿付压力加大。其中，短期借款主要系商业银行及信托公司的项目抵押借款与保证借款，年融资总成本大多在10%左右；拆借款2014年末余额为47.86亿元，较上年末余额大幅增加，其中约12.38亿元为有息负债；长期借款（含一年内到期的长期借款）系有息负债的最大组成部分，主要为以商品房项目抵押的开发贷款，期限大多在2-3年，年利率主要介于7%-10%之间；应付债券系本期债券，将于2017年10月到期，存续期后3年的票面利率为7.60%。总的来看，公司2015年、2016年需偿还本息分别218.34亿元、147.60亿元，近两年的偿付压力较大。

表 18 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	576,981.00	10.60%	94,690.00	2.81%
应付账款	274,345.85	5.04%	258,622.61	7.68%
预收款项	513,673.35	9.43%	565,643.69	16.80%

其他应付款	613,691.15	11.27%	257,599.66	7.65%
一年内到期的非流动负债	1,298,815.00	23.86%	718,340.00	21.34%
流动负债合计	3,334,239.33	61.24%	1,901,719.72	56.49%
长期借款	1,928,458.00	35.42%	1,284,833.00	38.16%
应付债券	179,927.90	3.30%	179,402.27	5.33%
非流动负债合计	2,110,280.29	38.76%	1,464,819.57	43.51%
负债合计	5,444,519.62	100.00%	3,366,539.29	100.00%
其中：有息债务	4,124,434.78	75.75%	2,383,969.47	70.81%

注：1、有息债务=短期借款+应付票据+其他应付款中有息拆借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券；2、一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

表 19 截至 2014 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年以后
本金	1,875,796	1,305,273	716,813	210,053
利息	307,564	170,689	57,462	17,116
合计	2,183,360	1,475,962	774,275	227,169

资料来源：公司提供

此外，公司应付账款与预收款项2014年末余额变动不大，其中，珠海华发水岸、珠海华发水郡花园三期A区两个项目的预售房款合计占预收款项的40.91%。其他应付款2014年末余额的大幅上升主要系下属子公司对外拆借资金及土地增值税清算准备金增加所致。

2014年，有息负债规模的较快攀升使公司资产负债率由76.99%上升至80.74%，与收入规模相近的部分上市房企相比，负债水平相对较高。受此影响，公司流动比率与速动比率有所下降，流动资产对流动负债的覆盖减弱。同时，利息支出的上升也带来EBITDA利息保障倍数的下降，公司偿债能力有所减弱。随着公司储备项目的后续投入，公司外部融资需求将加大。2015年，公司发布非公开发行股票预案，若该预案顺利获批，将有利于负债水平的下降。

表 20 近年公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	80.74%	76.99%
剔除预收款项的资产负债率	79.15%	73.57%
流动比率	1.92	2.26
速动比率	0.48	0.67
EBITDA（万元）	101,957.83	100,830.53
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.57

注：剔除预收款项的资产负债率=（总负债-预收款项）/（总资产-预收款项）

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

表 21 2014 年公司与收入规模相近的部分上市房企负债水平比较

公司简称	资产负债率 (%)	剔除预收款项的资产负债率 (%)
华发股份	80.74	79.15
福星股份	72.06	67.68
中华企业	81.99	80.51
苏州高新	79.11	78.34
渝开发	56.56	54.17
凤凰股份	71.48	71.25
万业企业	47.29	40.66

资料来源：Wind 资讯

六、评级结论

跟踪期内，国内及珠海市房地产销售面积均有所下滑，在此背景下，公司针对不同区域不同项目特点，加大销售力度，使得其商品房销售面积与销售金额均有所增长，售楼回笼资金有所增加，公司经营活动现金流有所改善。同时，华发商都的全面开业运营等也带来其他业务收入的提高，从而保持了公司营业收入的略有增长。此外，公司在巩固珠海优势地位的同时，加大在一线城市广州、上海的土地储备力度，并加快推进储备项目的开发建设，使得当年新开工面积明显增加。截至2014年末，公司预收款项余额较多，一定程度上锁定了短期业绩，且公司在建拟建等储备项目较多，该等项目区域布局有所优化，中期业务持续性较好。

但考虑到宏观经济增速放缓、商品房库存相对较高、不动产登记制度推行或增加二手房供给等因素的影响，公司未来楼盘的销售及其现金的回笼存在不确定性。此外，公司在建及拟建等储备项目尚需投入资金量较大，外部融资需求较大，同时，跟踪期内公司有息负债进一步攀升，未来几年的债务偿付压力较大。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA和本期债券信用等级AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	664,498.59	641,753.60	368,705.32
应收账款	177.86	585.61	509.06
预付款项	861,816.18	613,601.97	158,437.98
其他应收款	10,893.18	11,420.57	7,355.85
存货	4,802,668.02	3,024,189.43	2,297,172.91
其他流动资产	52,590.38	0.00	0.00
流动资产合计	6,392,644.21	4,291,551.18	2,832,181.12
可供出售金融资产	795.01	480.48	566.66
长期股权投资	13,516.01	12,712.54	40.00
投资性房地产	227,018.19	0.00	0.00
固定资产	55,723.69	51,827.27	49,400.80
无形资产	8,060.61	6,404.85	5,987.15
长期待摊费用	10,305.82	5,560.46	4,713.67
递延所得税资产	29,725.55	4,279.95	3,540.76
其他非流动资产	5,320.00	0.00	0.00
非流动资产合计	350,464.89	81,265.55	64,249.04
资产总计	6,743,109.10	4,372,816.72	2,896,430.16
短期借款	576,981.00	94,690.00	94,650.00
应付票据	16,500.00	961.25	0.00
应付账款	274,345.85	258,622.61	179,137.29
预收款项	513,673.35	565,643.69	464,503.05
应付职工薪酬	1,670.94	1,167.65	619.21
应交税费	31,654.97	-8,034.14	55,532.64
应付利息	6,907.08	12,679.61	2,690.41
应付股利	0.00	49.40	0.00
其他应付款	613,691.15	257,599.66	85,885.98
一年内到期的非流动负债	1,298,815.00	718,340.00	303,870.00
流动负债合计	3,334,239.33	1,901,719.72	1,186,888.57
长期借款	1,928,458.00	1,284,833.00	655,525.27
应付债券	179,927.90	179,402.27	178,647.25
递延所得税负债	1,894.39	584.30	602.85
非流动负债合计	2,110,280.29	1,464,819.57	834,775.37
负债合计	5,444,519.62	3,366,539.29	2,021,663.94
股本	81,704.56	81,704.56	81,704.56

资本公积	165,135.17	161,416.14	231,461.50
其他综合收益	1,248.67	148.86	0.00
盈余公积	20,619.87	20,434.50	20,434.50
未分配利润	422,672.15	374,528.22	328,864.90
归属于母公司股东权益合计	691,380.43	638,232.29	662,465.47
少数股东权益	607,209.05	368,045.15	212,300.75
股东权益合计	1,298,589.48	1,006,277.43	874,766.22
负债和股东权益总计	6,743,109.10	4,372,816.72	2,896,430.16

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	710,430.20	701,712.55	454,733.24
二、营业总成本	631,482.48	619,341.14	373,830.63
其中：营业成本	466,582.03	485,959.46	249,366.77
营业税金及附加	99,228.25	77,354.51	65,953.96
销售费用	24,082.19	18,808.56	16,559.19
管理费用	34,287.08	28,590.29	32,457.45
财务费用	7,225.88	7,159.78	9,094.79
资产减值损失	77.06	1,468.53	398.47
加：公允价值变动收益	665.71	0.00	0.00
投资收益	4,858.00	2,629.34	3,334.06
三、营业利润	84,471.43	85,000.76	84,236.67
加：营业外收入	1,712.78	1,105.69	2,077.69
其中：非流动资产处置利得	0.00	0.13	0.00
减：营业外支出	2,080.09	485.90	2,000.99
其中：非流动资产处置损失	46.57	31.12	16.19
四、利润总额	84,104.11	85,620.54	84,313.37
减：所得税费用	21,228.01	30,852.73	25,578.37
五、净利润	62,876.10	54,767.81	58,735.00
归属于母公司所有者的净利润	64,670.21	53,833.77	54,582.36
少数股东损益	-1,794.11	934.04	4,152.64
六、其他综合收益	1,099.81	-140.82	39.57
七、综合收益总额	63,975.91	54,626.99	58,774.58
归属于母公司所有者的综合收益总额	65,770.02	53,692.95	54,621.93
归属于少数股东的综合收益总额	-1,794.11	934.04	4,152.64

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
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	811,151.88	786,363.11	448,868.93
收到其他与经营活动有关的现金	143,050.14	45,117.51	44,751.01
经营活动现金流入小计	954,202.03	831,480.62	493,619.94
购买商品、接受劳务支付的现金	461,794.70	415,080.45	367,115.30
支付给职工以及为职工支付的现金	49,008.65	41,412.10	39,103.44
支付的各项税费	151,764.87	96,588.08	95,935.60
支付其他与经营活动有关的现金	88,421.65	191,219.09	52,405.39
经营活动现金流出小计	750,989.86	744,299.71	554,559.72
经营活动产生的现金流量净额	203,212.17	87,180.91	-60,939.78
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资所收到的现金	500.00	0.00	35,000.00
取得投资收益收到的现金	106.67	27.53	1,725.73
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	25.88	1.88	2.44
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	15,143.99	7,874.59	7,099.27
收到其他与投资活动有关的现金	795.67	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	16,572.20	7,904.00	43,827.44
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,803,578.76	713,159.00	308,656.43
投资支付的现金	321,458.29	198,812.66	107,886.60
投资活动现金流出小计	2,125,037.05	911,971.66	416,543.03
投资活动产生的现金流量净额	-2,108,464.85	-904,067.66	-372,715.59
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	540,000.00	222,470.00	170,923.77
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	540,000.00	222,470.00	170,923.77
取得借款收到的现金	2,839,746.00	1,668,856.71	893,392.15
筹资活动现金流入小计	3,379,746.00	1,891,326.71	1,064,315.92
偿还债务支付的现金	1,133,427.10	625,038.98	431,201.48
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	331,645.09	186,019.44	96,216.62
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	0.00	8,499.56
筹资活动现金流出小计	1,465,072.19	811,058.42	527,418.11
筹资活动产生的现金流量净额	1,914,673.81	1,080,268.29	536,897.81
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	19.06	-46.50	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	9,440.18	263,335.03	103,242.44

加：年初现金及现金等价物余额	632,040.36	368,705.32	265,462.88
六、期末现金及现金等价物余额	641,480.54	632,040.36	368,705.32

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	62,876.10	54,767.81	58,735.00
加：资产减值准备	77.06	1,468.53	398.47
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,386.08	3,022.47	2,969.22
无形资产摊销	293.40	129.72	113.95
长期待摊费用摊销	1,586.87	681.77	547.97
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）	46.57	30.99	15.70
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-665.71	0.00	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	12,587.37	11,376.01	10,650.44
投资损失（收益以“-”号填列）	-4,858.00	-2,629.34	-3,334.06
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-25,445.60	-739.19	669.4
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	946.93	12.99	334.22
存货的减少（增加以“-”号填列）	-51,126.65	-290,658.71	-190,754.01
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-60,355.92	95,530.85	10,589.68
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	263,863.69	214,186.98	48,124.24
经营活动产生的现金流量净额	203,212.17	87,180.91	-60,939.78
现金的期末余额	641,480.54	632,040.36	368,705.32
减：现金的期初余额	632,040.36	368,705.32	265,462.88
现金及现金等价物净增加额	9,440.18	263,335.03	103,242.44

资料来源：公司审计报告

附录四 截至2014年末公司开发成本与开发产品明细(单位:万元)

开发成本-项目	开工时间	预计竣工时间	预计投资总额	期末余额
1.中山华发生态庄园三期及后期	2013	2016	474,654.42	71,092.63
2.珠海华发水郡花园三期 A 期及后期*1	2013	2023	966,650.57	249,524.21
3.珠海华发依山郡(黄杨项目)	2014	2016	282,000.00	99,844.13
4.中山华发广场	2014	2019	154,472.49	45,804.37
5.中山华发观山水	2013	2017	468,890.88	156,802.10
6.包头华发新城	2010	2015	169,000.00	25,039.89
7.珠海华发山庄	2012	2017	439,267.97	194,792.31
8.珠海华发·峰景名苑*1	2011	2015	40,917.32	13,952.68
9.珠海华发·四季名苑	2011	2015	263,489.48	36,632.37
10.珠海华发蔚蓝堡风情庄园*1	2010	2015	305,431.63	78,438.81
11.大连华发新城	2010	2015	325,500	46,329.33
12.大连华发四季	2014	2017	190,114.00	32,977.08
13.大连华发绿洋山庄	2014	2017	281,307.00	85,726.30
14.沈阳首府	2011	2015	398,476.48	98,689.82
15.沈阳华发新城南站项目	2014	2019	620,000.00	163,954.60
16.南宁华发新城	2012	2018	589,321.00	333,907.36
17.盘锦华发新城	2014	2015	573,600.00	11,544.26
18.荣成华发百合湾项目	2013	2021	204,828.00	15,721.45
19.珠海华发峰尚花园*1	2014	2017	338,462.00	106,559.31
20.珠海华发水岸	2013	2017	348,960.00	214,193.10
21.盘锦学校项目	2012	2015	20,000.00	16,589.98
22.广州华发四季	2014	2017	182,790.45	139,682.22
23.南宁华发四季	2014	2017	98,505.38	64,319.01
24.威海九龙湾项目	2014	2021	1,074,820.00	178,793.83
25.珠海绿洋湾花园	2014	2018	417,721.50	213,555.29
26.珠海华发首府	2014	2018	943,621.94	649,477.29
27.武汉中央商务区项目*1	2014	2018	431,501.00	296,620.49
28.广州芳信路项目	2014	2016	233,963.00	160,961.41
29.广州宝钢项目	2014	2017	47,200.73	32,038.15
30.广州广钢项目	2014	2017	389,647.54	8,244.17
31.珠海峰景湾花园*1	2014	2018	282,671.47	219,631.32
32.上海张江华发四季	2014	2017	379,732.00	239,774.38
33.珠海奥华企管项目	2014	2019	503,553.88	156.31

34.珠海铎创项目	2014	2019	237,410.44	87.48
35.武汉华发四季	2014	2018	316,500.00	52,220.16
36.其他	-	-	-	2,024.93
合计				4,355,702.53
开发产品-项目	竣工时间	本期增加	本期减少	期末余额
1.珠海鸿景花园	2000	0.00	0.00	2,670.73
2.珠海华景花园	2003	0.00	12.81	1,035.55
3.珠海美景山庄	1996	0.00	0.00	597.10
4.珠海群景花园	2002	0.00	0.00	308.81
5.珠海华发新城一期	2003	0.00	67.58	5,012.01
6.珠海华发新城二期	2004	0.00	135.79	2,419.81
7.珠海华发新城三期	2006	0.00	257.31	2,917.86
8.珠海华发新城四期	2008	0.00	250.68	1,655.70
9.珠海华发新城五期	2009	0.00	1,131.16	3,473.02
10.珠海华发新城六期	2012	53,159.40	65,679.82	18,508.28
11.珠海华发九洲三期	2008	37.53	94.14	1,383.62
12.中山华发生态庄园二期	2009	0.00	2,825.85	27,300.95
13.珠海华发世纪城二期	2008	0.00	3,296.35	650.23
14.珠海华发世纪城三期	2010	1.52	0.00	39.60
15.珠海华发世纪城四期	2010	0.00	2,605.05	3,929.25
16.珠海华发水郡花园二期*1	2013	0.00	7,695.95	3,623.15
17.珠海华发蔚蓝堡风情庄园*1	2012	21,558.16	25,292.78	68,997.01
18.包头华发新城一期	2012	709.41	2,195.57	7,781.97
19.包头华发新城二期	2013	51,544.35	29,593.36	78,687.31
20.大连华发新城一期	2012	55,915.19	30,895.60	59,996.09
21.珠海华发峰景名苑*1	2013	0.00	2,368.66	1,192.74
22.沈阳首府一期	2013	64,883.54	40,988.65	34,224.17
23.沈阳岭南荟一期	2013	72,577.56	50,101.56	41,600.16
24.珠海华发四季名苑	2014	210,094.04	192,313.94	17,780.10
合计		530,480.71	457,802.58	385,785.22

注：*1 的项目（如华发水郡花园、华发·峰景名苑、华发蔚蓝堡等项目）基于合并财务报表的公允价值调整，其项目开发成本以调整后的公允价值列报。

资料来源：公司审计报告

附录五 截至2014年末公司预收款项明细（单位：万元）

项目名称	预计竣工时间	预售比例	期初余额	期末余额
珠海华发新城二期	2004	97%	715.79	670.73
珠海华发世纪城二期	2008	99%	4,065.57	3,823.30
珠海华发世纪城三期	2010	99%	1,270.23	1,495.90
珠海华发世纪城四期	2010	100%	1,787.94	696.81
中山华发生态庄园二期A、B区	2010	72.32%	1,089.61	300.00
中山华发生态庄园二期二阶段	2012	65.12%	1,111.11	70.00
中山华发生态庄园三期一阶段	2016	33.16%	0.00	15,923.62
包头华发新城一期	2012	94.27%	8,290.94	7,301.91
包头华发新城二期	2013	55.64%	6,790.68	10,307.85
珠海华发水郡花园二期A、B、C区	2013	100%	1,990.87	4,051.67
珠海华发水郡花园三期A区	2017	66.54%	0.00	52,598.01
大连华发新城一期	2012	63.83%	23,942.51	4,782.26
大连华发新城二期	2016	3.78%	0.00	2,622.13
珠海华发蔚蓝堡风情庄园	2012	59.63%	4,718.01	12,503.11
珠海华发新城六期	2012	99.90%	50,838.58	1,570.93
珠海华发峰景名苑	2013	100%	2,986.99	863.03
沈阳华发首府一期	2014	82.78%	40,427.42	14,725.75
沈阳华发岭南荟一期	2014	82.09%	36,577.55	10,633.80
沈阳珠华保障房一期	-	-	17,000.00	0.00
珠海华发四季名苑	2014	98.25%	308,836.58	82,322.56
沈阳华发首府二期	2015	45.53%	8,733.86	67,321.17
南宁华发新城一期	2015	53.59%	14,462.23	44,527.67
珠海华发水岸	2015	41.50%	0.00	155,891.37
盘锦华发新城	2014	18.66%	0.00	1,579.89
南宁华发四季	2017	22.6%	0.00	3,318.26
暂收款	-	-	27,199.00	9,746.53
合计			562,835.46	509,648.24

资料来源：公司审计报告

附录六 主要财务指标

项目	2014年	2013年	2012年
存货周转天数(天)	3,019.48	1,971.04	2,840.43
流动资产周转天数(天)	2,707.03	1,827.35	1,986.61
总资产周转天数(天)	2,816.42	1,864.67	2,038.75
综合毛利率	34.32%	30.75%	45.16%
期间费用率	9.23%	7.78%	12.78%
销售净利率	8.85%	7.80%	12.92%
总资产回报率	1.74%	2.67%	3.69%
负债与所有者权益比率	419.26%	334.55%	231.10%
资产负债率	80.74%	76.99%	69.80%
剔除预收账款后的资产负债率	79.15%	73.57%	64.03%
流动比率	1.92	2.26	2.39
速动比率	0.48	0.67	0.45
有息债务(万元)	4,124,434.78	2,383,969.47	1,232,692.52
EBITDA(万元)	101,957.83	100,830.53	98,594.95
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.57	1.07

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录七 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	扣除预收款项的资产负债率	（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
有息债务	长期有息债务+短期有息债务	

附录八 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体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（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。

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。