

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不會對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



(在中華人民共和國註冊成立之股份有限公司)

(股份代號：2868)

海外監管公告

本公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第 13.09(2)條而發表。

以下為首創置業股份有限公司於上海證券交易所網站刊發之《首創置業股份有限公司 2010 年公司債券跟踪評級報告》。

承董事會命
首創置業股份有限公司
公司秘書
李聲揚

香港，二零一零年五月十三日

於本公告刊發日期，董事會成員包括執行董事劉曉光先生（董事長）、唐軍先生及張巨興先生；非執行董事馮春勤先生、曹桂杰女士及朱敏女士；及獨立非執行董事柯建民先生、李兆杰先生及吳育強先生。



信用等级通知书

信评委函字[2010]跟踪012号

首创置业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“首创置业股份有限公司2009年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AA⁺**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一零年五月十三日

首创置业股份有限公司 2010 年公司债券跟踪评级报告

发行主体	首创置业股份有限公司		
担保主体	北京首都创业集团有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2009/09/24 - 2014/09/23		
上次评级时间	2009/09/04		
上次评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望: 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	评级展望: 稳定

概况数据

首创置业	2007	2008	2009
所有者权益(亿元)	57.44	61.20	66.37
总资产(亿元)	197.68	190.26	223.82
总债务(亿元)	58.69	63.84	62.51
营业收入(亿元)	48.78	51.68	53.93
主营业务毛利率(%)	36.07	37.27	37.23
EBITDA(亿元)	14.61	13.38	15.18
所有者权益收益率(%)	12.59	12.02	13.38
资产负债率(%)	70.97	67.84	70.35
总债务/EBITDA (X)	4.02	4.77	4.12
EBITDA 利息倍数(X)	3.61	2.61	3.45
北京首都创业集团	2007	2008	2009
货币资金(亿元)	174.70	101.35	159.15
所有者权益(亿元)	157.81	159.06	172.57
总资产(亿元)	750.20	727.28	786.95
总债务(亿元)	320.48	332.81	343.03
EBITDA(亿元)	45.94	34.83	47.84
资产负债率(%)	78.96	78.13	78.07

注: 1、北京首都创业集团 2009 年财务数据未经审计。

分析师

刘璐 liu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (010) 57602236 (021) 51019192

Fax: (010) 57602299 (021) 51019030

2010 年 5 月 13 日

基本观点

2009 年, 中国房地产市场出现了强劲反弹, 房地产市场创出天量成交额, 成交价格亦创历史新高。在此背景下, 首创置业股份有限公司 (以下简称为“首创置业”或“公司”) 销售规模保持增长, 且盈利状况大幅提升; 公司土地储备规模持续增长, 为未来发展奠定了基础。但同时, 中诚信评估注意到, 国家频繁出台的调控政策增大了行业的不确定性, 将使公司面临一定的系统性风险; 公司财务杠杆比率依然较高, 这些都将在一定程度上影响公司的信用水平。

同期, 本次公司债券的担保主体北京首都创业集团有限公司 (以下简称为“集团”) 规模实力不断增强, 集团基础设施、房地产、金融服务三大板块业务协同效应不断显现, 整体综合实力持续提升, 其下属基础设施板块受经济周期波动影响很小, 在宏观经济波动环境中的抗风险能力逐渐增强。

综上, 中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信评估”) 评定本次公司债券信用等级为 AA⁺, 维持首创置业主体信用等级 AA, 评级展望为稳定。

正面

- 行业增长前景稳定, 行业整合有加速趋势。在城市化进程加快、居民自住及投资需求增长等因素的推动下, 中国房地产行业增长趋势仍将在较长时期得以维持; 土地成本波动、金融财税政策调整短期内虽可能对市场预期和行业盈利水平产生影响, 但同时也相应地提高了行业进入门槛和持续经营的难度, 这将为大中型房地产企业提供市场整合机会, 优势房地产企业的综合竞争力将得到加强。
- 销售业绩大幅提升。2009 年公司实现签约面积 101.08 万平方米, 签约金额 105.99 亿元, 同比分别增长 199.14% 和 183.17%, 远远高于同期全国商品住宅销售面积和销售金额同比分别增长 43.90%、80.00% 的行业平均水平。截至 2009 年末公司已售未结转金额 47.2 亿元, 占当年营业总收入的 87.51%, 为 2010 年业绩提供了有力支撑。

- 土地储备较为充足。截至 2009 年末，公司尚未销售总建筑面积达到 861.97 万平方米。2010 年随着广州佛山项目和浙江湖州项目股权交易全部完成，公司土地储备总建筑面积将达到 1,020 万平方米，其项目储备基本可满足未来四至五年的发展需求。
- 货币资金充裕，债务期限结构合理。2009 年通过公司债券的发行，公司债务期限结构日趋合理。同时，2009 年末，公司货币资金余额 49.77 亿元，货币资金对有息债务的覆盖能力较强，公司短期债务偿还压力很小。
- 股东实力不断增强。首创集团是北京市国资委所属的大型国有独资企业，近年来集团逐步构建了以水务为核心的基础设施产业、以城市住宅开发建设为核心的房地产业及以投行并购业务为核心的金融服务业等三大主业，其水务业务的全国市场布局初步形成，行业龙头地位稳固。首创集团规模持续壮大，综合实力不断提升，在宏观经济波动环境中的抗风险能力逐渐增强。

关 注

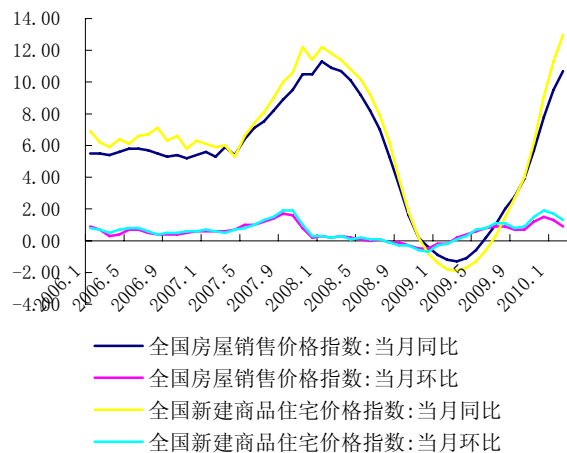
- 由于住房需求具有民生保障和投资的双层属性，加之房地产行业的关联产业众多，容易成为宏观调控的着力点，因此需注意短期内政策波动对房地产市场的影响。
- 盈利水平的稳定性存在一定不确定性。截至 2009 年末北京地区的未销售总建筑面积占比仅为 7.91%，西安、天津、沈阳、成都、重庆等二线城市将成为公司未来房地产业务发展的主要区域，公司毛利率水平面临一定的下行压力。
- 财务杠杆比率依然较高。截至 2009 年末，公司资产负债率达到 70.35%，处于行业较高水平，剔除预收账款的资产负债率为 49.26%。较高的财务杠杆比率增加了公司总体的财务风险。
- 目前公司正积极筹划 H 股增发及全力推进 A 股公开发行工作，但相关事项能否得以顺利实施仍存在一定不确定性。

行业关注

2009年刺激政策释放刚性及投资需求，房地产市场供需比例失衡推涨房价，未来供应增速加快将使供不应求局面有所缓解

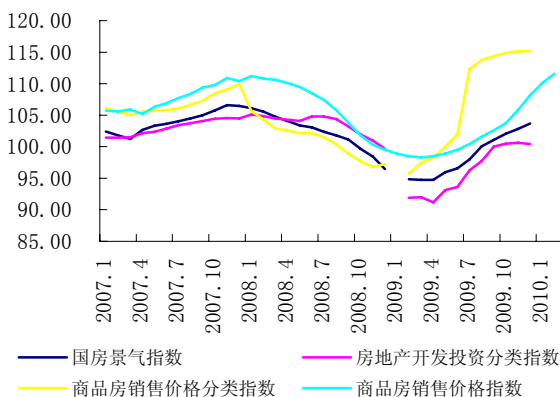
2009年中国房地产市场迎来了强劲反弹，之前政府的刺激政策使得被压抑的刚性及投资需求得到释放，房地产市场创出天量成交额，成交价格亦创历史新高。据国家统计局公布的全国70个大中城市房屋销售价格指数显示，2009年3月开始全国房屋销售价格环比连续12个月实现正增长，2009年6月开始同比实现正增长，且涨幅持续扩大，2010年2月涨幅达到10.70%，接近上轮上涨的高点水平。2009年8月国房景气指数重回景气区间，2010年2月商品房销售价格指数更是达到了111.60，超过了2007年高点水平。

图1：2007-2009年全国70个大中城市房屋销售价格指数



数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

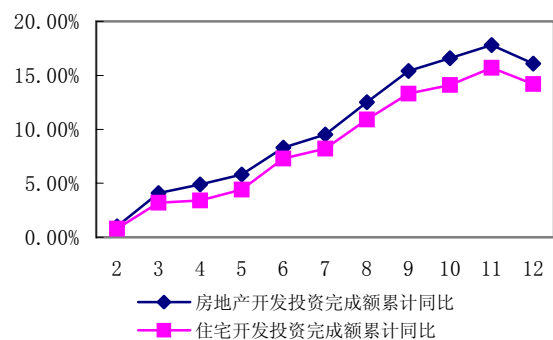
图2：2007-2009年部分全国房地产景气指数



数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

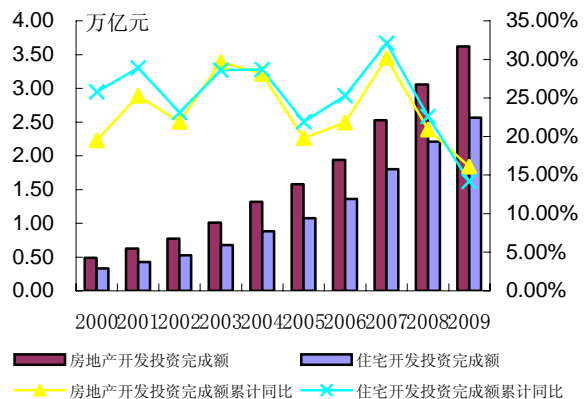
从全国房地产市场的供应情况看，2009年全国房地产开发投资增速从一季度开始稳步回升，但全年增速仍处于近10年来的最低点，全年房地产开发投资完成额达到3.62万亿元，但增速仅为16.12%，远低于近10年来24.66%的复合增速。住宅开发投资完成额同比增长率仅为14.20%，远小于2007、2008年32.10%、22.60%的同比增速。但就单月投资开发情况而言，自2009年初开始，全国房地产开发投资完成额累积同比增速成逐月扩大态势，2010年2月达到31.10%，行业复苏迹象明显。

图3：全国2000~2009年全国房地产开发投资情况



数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

图4：2009年逐月全国房地产开发投资情况



数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

2009年全国房屋新开工面积为11.54亿平方米，同比增长12.50%，尤其是10月份开始新开工面积累计同比实现正增长，且全年增速保持两位数，反映了房地产开发企业在四季度大幅加快了开工规模。同期，房屋竣工面积7.02亿平方米，同比增长5.50%，施工面积31.97亿平方米，同比增长12.80%。

需求方面，2009年全国商品房销售面积达到9.37亿平方米，同比增长42.10%，商品房销售额达到4.40万亿元，同比增长75.50%，绝对值创历史天量，增速也达到历史最高水平。商品房销售均价同

比增长21.09%，增幅大于2007年14.86%的增速水平。

从供需比例来看，2009房屋竣工面积增幅远小于销售面积增幅，竣工面积/销售面积降为0.75，小于2007年水平，竣工面积增长严重滞后于销售面积增长，可售面积大幅下降，即期突出的供求矛盾推升了2009年房价大涨。

2009年反映市场短期供求水平的施工面积/销售面积指数由2008年的4.29降为3.41，反映市场中长期供求水平的新开工面积/销售面积降为1.23，接近2007年水平。房地产市场供求差距在经历2008年的短暂缓和后又再次拉大，受供需失衡影响预计未来短时期内房地产销售价格还将在高位徘徊。

表1：2005~2009年全国商品房供需相关指标

年份	竣工面积/ 销售面积	施工面积/ 销售面积	新开工面积/ 销售面积
2004	1.111	3.674	1.580
2005	0.963	2.993	1.227
2006	0.903	3.149	1.281
2007	0.783	3.055	1.233
2008	1.009	4.294	1.555
2009	0.749	3.411	1.231

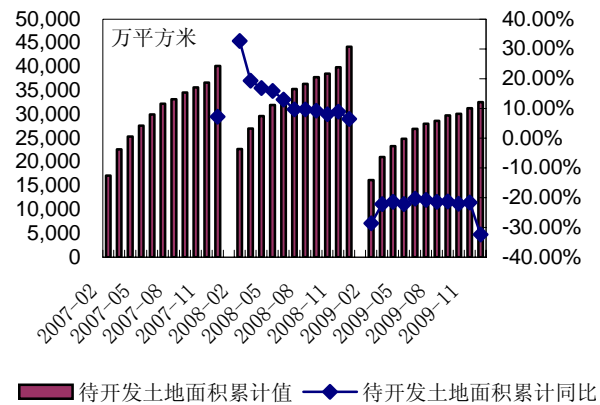
数据来源：Wind资讯，中诚信评估整理

中诚信评估认为，由于之前的政策刺激作用明显，2009年全年投资增速显著回升，下半年新开工的提速将使2010年上半年的投资增速延续之前良好的增长态势，目前的供求局面也将随着供应增速的提升而得以缓解。

2009年宽松的货币环境及行业整体去库存化使房地产企业存货消化压力减小，现金流持续改善

2009年中国房地产行业显现出较为明显的去库存特征，房地产开发投资增速达到历史低位，竣工面积增速远小于销售面积增速，竣工比达到近年来最低水平。2009年末全国待开发土地面积为32,560.66 万平方米，为近四年来最低值，且较上年同期大幅下降32.40%。中国房地产市场库存低位徘徊，房地产开发企业面临的存货消化压力较小。

图5：2007~2009年全国待开发土地面积情况



数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

2008 年受国际金融危机及房地产调控政策的影响，房地产开发企业资金来源增速放缓，信贷趋紧，销售回款不利使企业加大了自筹资金的力度。2009 年以来宽松的融资环境和去库存化带来的销售回款的增加，使房地产企业的资金充足性和流动性得到了较大的改善。2009 年，房地产开发企业资金来源 57,128 亿元，同比增长 44.20%，超过 2007 年高点水平。2010 年 2 月增速达到历史最高水平 69.50%。

表 2：2005-2009 年房地产开发企业资金来源细分项同比增速

年份	国内贷款	利用外资	企业自筹	其他资金	合计
2005	21.40%	10.40%	35.20%	17.20%	23.40%
2006	34.30%	53.00%	22.70%	23.60%	25.60%
2007	29.90%	62.40%	36.90%	39.80%	37.30%
2008	3.40%	13.30%	28.10%	-16.40%	1.80%
2009	48.50%	-35.50%	16.90%	71.90%	44.20%

数据来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

表 3：2009 年房地产开发企业资金来源细分

单位：亿元

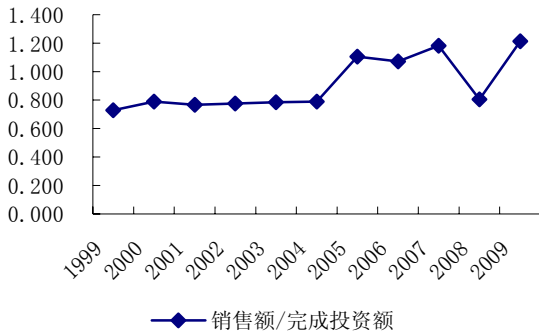
	国内贷款	利用外资	企业自筹	其他资金	合计
金额	11,293	470	17,906	27,459	57,128
增速	48.50%	-35.50%	16.90%	71.90%	44.20%
占比	19.77%	0.82%	31.34%	48.07%	—

来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

宽松的信贷环境使2009年房地产开发企业资金来源中来自国内贷款的部分同比增长48.50%。其他资金部分主要包括定金及预收款、个人按揭贷款，上述两项分别同比增长63.10%、116.20%。2009

年全国商品房销售额一直大于开发投资完成额，且差额逐渐扩大，全年销售额/完成投资额达到1.21，创历史最高水平，房地产开发企业资金大幅净流入。

图6：1999~2009年全国房地产市场
销售额与投资完成额对比



数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

总体来看，2009年宽松的信贷环境和火爆的销售行情使得房地产开发企业资产的流动性和资金的充裕程度得到很大改善，库存的低位运行也将在短期内对房价起到支撑作用。

行业政策面由“扶持”变为抑制房地产泡沫，融资环境趋紧

房地产行业具有明显的政策导向特点，随着政策和市场的相互作用，房地产调控政策将更加复杂多变。2008年房地产市场深度调整，政府随之出台了一系列鼓励政策，加之较为宽松的信贷环境，2009年中国房地产市场出现大幅反转，商品房销售面积和销售额的绝对值及同比增幅均创历史新高。尤其是2009年下半年土地交易市场异常活跃，地王频现，进一步推高了房地产未来价格预期。在房地产泡沫压力下，政府进而于2009年末调整政策导向，打击投机需求，力争使市场回归理性，平稳健康发展。

表4：2009年以来房地产行业相关政策一览

时间	政策	主要内容
2009.1	四大行关于存量房贷利率优惠措施	只要2008年10月27日前执行基准利率0.85倍优惠、无不良信用记录的优质客户，原则上都可以申请七折优惠利率。
2009.5	《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%。
2009.6	银监会下发《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》	一、加强房地产行业形势研判；二、严格贷前检查和按揭贷款发放标准；三、进一步完善按揭贷款风险控制制度；四、进一步加强按揭贷款风险状况动态防控；五、加大监督力度和对违法违规行为的查处力度。
2009.9	房企融资增槛	证监会有关部门在房地产企业融资审核之前设了一道程序，即征求国土资源部、住建部等主管部门的意见。
2009.12	国务院要求遏制部分城市房价过快上涨势头	一、要增加普通商品住房的有效供给；二、是继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房；三、要加强市场监管；四、要继续大规模推进保障性安居工程建设。
2009.12	《进一步加强土地出让收支管理的通知》	明确开发商“分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的50%”。
2009.12	二手房交易营业税调整	自2010年1月1日起，个人将购买不足5年的非普通住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买超过5年（含5年）的非普通住房或者不足5年的普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买超过5年（含5年）的普通住房对外销售的，免征营业税。
2010.1	国务院办公厅《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	一、增加保障性住房和普通商品住房有效供给；二、合理引导住房消费抑制投资投机性购房需求；三、加强风险防范和市场监管；四、加快推进保障性安居工程建设；五、落实地方各级人民政府责任。
2010.2	银监会下发《关于加强	要求信托公司发放贷款的房地产开

信托公司房地产业信托业务监管有关问题的通知》

发项目必须满足“四证”齐全、开发商或其控股股东具备二级资质、项目资本金比例达到国家最低要求等条件。信托公司不得以信托资金发放土地储备贷款。

2010.03 国土资源部《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》

确保保障性住房、棚户改造和自住性中小套型商品房建房用地，确保上述用地不低于住房建设用地供应总量的 70%。土地出让最低价不得低于出让地块所在地级别基准地价的 70%，竞买保证金不得低于土地出让最低价的 20%。土地出让成交后，必须在 10 个工作日内签订出让合同，合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50% 的首付款，余款要按合同约定及时缴纳，最迟付款时间不得超过一年。从 2010 年 4 月 1 日起，市、县国土资源管理部门要建立房地产用地开竣工申报制度。

2010-3 新华社北京 3 月 27 日电

对国资委公布的 7 8 家不以房地产为核心主业的中央企业，对非在建设工程为抵押贷款的一切项目不受理授信申请，已授信的要保全，并要停止对其新增授信。为防止信贷资金违规入楼市，银监会祭出“受托支付”、“实贷实付”的贷款使用支付方式，赌死贷款违规流入股市、房市的渠道。

2010-03 刘明康在伦敦政治经济学院亚洲论坛上的发言

银监会分 3 步来防范房贷风险：首先是要求银行业贷款抵押比例；其次是建立贷款追踪体系；再次是对开发商的融资，要求所有银行第一个抵押物必须是建筑物，商业建筑或者是住宅，而不只是一片土地，必须是在建的。

资料来源：中诚信评估整理

此外，在信贷融资方面，2010年初中央银行连续两次上调存款准备金率合计1.0个百分点，同时2010年央行工作会议提出进一步优化信贷结构，且要引导信贷资金主要用于在建、续建项目，严格控制新开工项目的贷款投放。信贷投放总量的减少将压缩房地产公司的信贷规模，而信贷投向的控制也有所加强，资本市场再融资难度有所加大，预计房地产行业整体融资环境将趋紧。

中诚信评估认为，2010年政策导向将成为影响房地产市场发展的关键因素，预计市场投机将得到

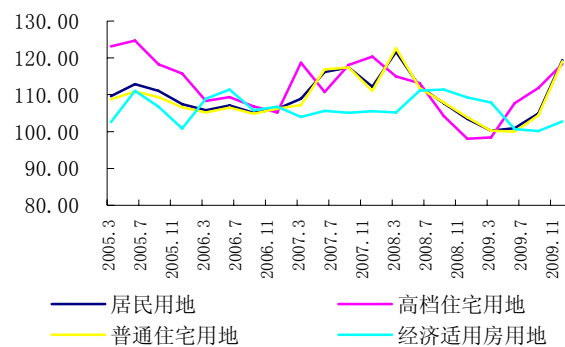
一定程度的遏制，行业发展逐步回归理性。

土地成本在房屋开发成本中的占比不断增大，土地价格攀升提升了未来房屋价格的增长的预期

中国房屋交易市场与土地市场相互影响，土地成本在房屋开发成本中的占比不断增大。自实施“招、拍、挂”出让制度以来，土地出让收益猛增。据国土资源部统计数据，2009 年土地市场异常火爆，全年土地出让总面积 20.9 万公顷，同比增加 38.3%；而同期土地出让总收入达到 1.59 万亿元，同比增幅达到 63.4%，约占全国财政总收入的 23%，其中，房地产用地出让价款 1.34 万亿元，占出让总价款的 84.2%。土地出让价款的增幅远远大于土地出让面积增幅，从而使得土地价格不断增长。据国家统计局数据，全国土地交易价格指数中，居民用地指数自 2000 年开始同比均为正增长，在 2009 年 12 月达到 119.40 的历史高位。土地价格的攀升进一步推涨了未来房地产销售价格。

土地成本已成为房屋开发成本的重要组成部分，土地储备的成本、规模及其区位价值直接关系着房地产企业未来的业务发展。房价的节节攀升推升了地价，而地价不断高涨也进一步提升了未来房屋价格的增长预期。

图7：2005-2009中国土地交易价格指数



数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

2009年在宽松的财政货币政策的背景下，房地产市场由复苏逐步走向过热，成交量创天量，成交价格创新高，从而促使政府政策导向由鼓励变为调控，“国十一条”等调控政策的相继出台加大了房地产市场的不确定性。同时，随着2010年信贷政策趋紧，再融资难度加大，房地产市场供应的增速加快使供应偏紧的局面逐步改善，2009年的火爆行情难

以延续，市场将理性回归。

同时，房地产行业的波动使其加速整合，行业竞争的重心将倾向于融资能力及品牌影响力。随着行业竞争升级，土地价格的攀升使其进入门槛逐渐抬高，银根和地根紧缩政策增加了进入壁垒，资本实力将成为企业竞争的主导因素，品牌地产商将通过兼并收购等多元开发方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高，拥有规模优势及扩张能力的龙头地产公司将明显受益。

综上，中诚信评估认为，房地产行业的波动特征与政策导向高度相关。短期内调控政策对行业影响主要体现在引导市场预期，压制非理性市场行为上。中长期来看，中国持续的城市化进程、居民财富的快速增长、国民经济支柱产业的地位等都有利于房地产行业长期向好。而行业整合加速更有利于规模大、资金实力雄厚、品牌影响力强的大中型地产企业。

业务运营

2009年，中国房地产市场大幅反转，公司销售业绩快速提升，竣工结算速度加快。在2008年预收账款较少业绩锁定比例较小的情况下，2009年公司实现营业总收入53.93亿元，同比增长4.37%，其中房地产开发营业收入53.08亿元，同比增长8.96%。

表 5：公司 2007~2009 年公司营业收入分板块情况

单位：(亿元)

业务类型	2007	2008	2009
房地产开发项目	46.23	48.72	53.08
酒店业务	2.48	2.96	0.85
其他	0.07	0.01	-
合计	48.78	51.68	53.93

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

项目开发运营

2008年受全球金融危机及中国房地产市场调整影响，公司缩减了工程进度从而影响了2009年的开发规模。2009年房地产市场大幅反转，公司销售回款及现金情况均有改善，同期公司加快了开发进度，全年新开工面积71.6万平米，竣工82.5万平米，虽较2008年有小幅下降，但远大于年初计划开竣工面积。截至2009年末，公司在建项目23个，其中北

京6个，天津6个，成都4个，沈阳2个，无锡2个，西安1个，重庆1个，广东1个。公司进一步巩固了京津地区优势，并逐步进入环渤海、长三角、中西南和珠三角四个战略核心区域。

表 6：公司 2007~2009 年运营情况

单位：(万平米、亿元)

	2007	2008	2009
新开工面积	60.6	75.0	71.6
竣工面积	99.5	98.8	82.5
签约面积	72.03	33.79	101.08
签约金额	79.95	37.43	105.99
结算面积	42.82	44.44	57
结算金额	46.18	48.72	53.9
已售未结面积	38.04	17.03	40.6
已售未结金额	39.23	18.00	47.2

注：签约面积指已签订销售合同的房屋面积。

资料来源：公司定期报告

销售方面，公司根据市场行情调整开盘节奏，适当加快了推盘速度，2009年公司在售项目由2008年的11个增加为15个，全年新推盘面积达到106万平方米，同比大幅增长逾63.8%；全年在售房源面积163万平方米，同比增长79%。房地产市场火爆和大规模推盘使得公司销售业绩大幅提升，2009年公司实现签约面积101.08万平米，签约金额105.99亿元，同比分别增长199.14%和183.17%。同期全国商品住宅销售面积和销售金额同比分别增长43.90%、80.00%，公司销售业绩远远好于行业平均水平。

截至2009年末，公司已售未结转面积为40.6万平方米，同比增长138.40%；已售未结转金额47.2亿元，同比增长162.22%。公司已售未结转金额占当年营业总收入比例由2008年的34.83%上升为87.51%，业绩锁定比例大幅提高，为2010年业绩提供了有力支撑。

从区域分布来看，京津地区依然是公司收入的主要来源，2009年京津地区收入占比合计为74.75%，但同比有所下降，且北京地区收入占比呈下降趋势，天津地区呈上升趋势。

表7：公司2008~2009年房地产业务收入地区占比

	主营业务收入占比	
	2008	2009
北京	68.69%	54.70%
天津	11.73%	20.04%
成都	13.30%	18.08%
无锡	6.29%	7.18%
沈阳	0.00%	0.00%
西安	0.00%	0.00%

数据来源：公司提供，中诚信评估整理

从销售的区域分布来看，公司2009年北京、天津地区销售增幅较大，京津地区销售面积和销售金额的增幅贡献率分别达到55.98%、80.15%。但随着公司业务逐步向其他地区扩展，京津地区在总体销售面积及金额中的占比有所降低，2009年京津地区销售面积及金额占总体比例分别为59.74%和81.85%，同比分别下降7.50及2.49个百分点。短期内公司在京津地区的房地产业务还将占据相当比例，但京津以外地区业务占比将逐渐增加。

表8：公司2009年签约销售面积及金额增幅地区贡献率

	销售签约面积增幅		销售签约金额增幅	
	增幅	增幅贡献率	增幅	增幅贡献率
北京	17.26	25.64%	39.95	58.26%
天津	20.42	30.34%	15.01	21.89%
成都	5.78	8.59%	3.06	4.46%
无锡	5.34	7.93%	2.78	4.05%
沈阳	5.21	7.74%	2.27	3.31%
西安	13.3	19.76%	5.5	8.02%
合计	67.31	100%	68.57	100%

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

表9：公司2008~2009年房地产业务收入及销售地区占比

	签约销售面积占比		签约销售金额占比	
	2008	2009	2008	2009
北京	40.66%	30.66%	68.53%	61.89%
天津	26.58%	29.08%	15.47%	19.62%
成都	24.33%	13.85%	12.13%	7.17%
无锡	6.39%	7.42%	2.99%	3.68%
沈阳	2.04%	5.84%	0.88%	2.45%
西安	0.00%	13.16%	0.00%	5.19%

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

销售价格方面，2009年公司结算均价为9,456元/平方米，销售均价为10,486元/平方米，其中北京地区住宅销售均价达到23,520元/平方米。公司房地产业务在京津地区占比较大，支撑了其较高的收入、结算均价，但随着未来京津以外地区占比增加，公司的销售、结算均价有一定的下降压力。

2009年公司旗下酒店因受到国际金融危机及H1N1流感等不利影响，营业收入有所下降。中环假日酒店平均入住率约60%，同比下降7个百分点，营业收入为0.85亿元。酒店业务收入占公司总收入的比重由去年同期的5.73%下降至1.58%，目前公司正考虑逐步退出持有的酒店业务。

土地储备

2009年公司共新增2个土地储备项目，总建筑面积113.31万平方米，基本可满足未来新开工规模要求。为避免高价拿地，公司主要通过综合营运、土地一二级联动、兼并收购等方式低成本获取土地，新增土地储备的楼面地价均较低。

表10：2009年公司新增土地储备情况

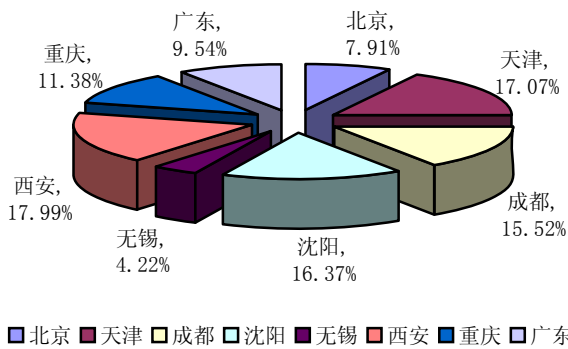
	单位：万平方米、亿元			
	总建筑面积	权益	权益建筑面积	总价款
广东佛山三水项目一期	82.20	50%	41.10	2.8
北京黄辛庄项目	31.11	50%	15.555	4.1
合计	113.31	-	56.655	6.9

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

截至2009年末，公司尚未销售总建筑面积达到861.97万平方米，较2008年的662万平方米有较大幅度提升，其中权益尚未销售总建筑面积455.01万平方米。2010年随着广州佛山项目和浙江湖州项目股权交易全部完成，公司土地储备总建筑面积将达到1,020万平方米，其中权益面积约577万平方米。公司项目储备可满足未来四到五年的发展需求。

从土地储备的区域分布来看，北京地区的土地储备占比逐渐下降，截至2009年末北京地区的未销售总建筑面积占比仅为7.91%，天津、成都、沈阳、西安、重庆等几个二线城市将成为公司未来房地产业务发展的主要区域。

图8：2009年公司土地储备区域分布



数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从土地储备的用途来看，住宅用地约占82%，商业用地约占16%，写字楼用地约占1%，酒店用地约占1%。公司未来将以中、高档住宅开发为主，商业地产的开发运营为辅，通过“新型住宅产业综合体”开发模式实现住宅和商业地产的联动升值。

此外，公司不断加强与母公司北京首都创业集团基础设施业务的协同互动，通过土地一、二级联动开发提早锁定优质资源。截至2009年末公司一级土地开发项目土地面积达到313万平方米。

截至2009年末公司未支付土地价款余额10.1亿元，与公司账面49.77亿元货币资金相比，地价款支付压力较小。

财务分析

以下分析基于首创置业股份有限公司提供的经普华永道中天会计师事务所出具标准无保留意见的2007~2009年三年审计报告。

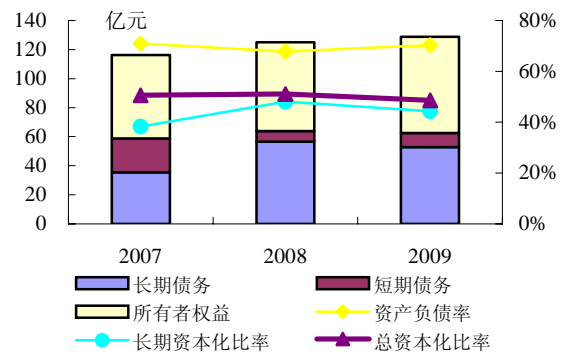
资本结构

2009年中国房地产市场大幅反转，公司业务规模顺势迅速扩张，资产规模稳步增长。截至2009年末，公司总资产达到223.82亿元，同比增长17.63%，所有者权益合计66.37亿元，同比增长8.45%。

截至2009年末，公司资产负债率70.35%，同比上涨2.51个百分点，若剔除期末账面47.19亿元预收账款的影响，公司资产负债率将降至49.26%，与同行业企业相比均略微偏高。同期，销售回款良好充裕了货币资金，公司净负债率为19.20%，同比减少49.43个百分点，处于行业较好水平。2010年房地产政策复杂多变，融资环境趋紧，较低的净负债率增强了货币资金对有息债务的覆盖能力，增大了公司

的财务弹性。

图9：2007~2009年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

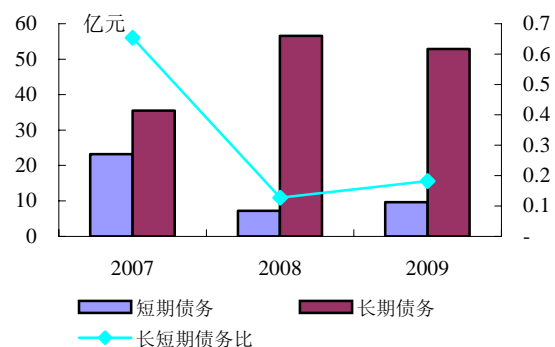
表11：2009年房地产行业部分上市公司资本结构指标

公司	资产负债率	剔除预收账款后资产负债率	净负债率	总资本化比率
万科 A	67.00%	43.94%	19.72%	41.31%
保利地产	69.99%	36.78%	49.27%	51.40%
金地集团	69.65%	47.38%	45.81%	50.74%
泛海建设	60.70%	60.54%	51.90%	50.80%
新湖中宝	69.52%	54.67%	60.54%	54.54%
中粮地产	51.36%	47.98%	36.04%	42.24%
中华企业	69.59%	59.72%	78.06%	61.41%
万通地产	64.82%	41.43%	21.64%	45.28%
上实发展	79.22%	65.48%	123.29%	65.91%
首创置业	70.35%	49.26%	19.20%	48.50%

数据来源：Wind资讯，中诚信评估研究

债务结构方面，2009年通过发行10亿元5年期人民币公司债，公司调整了债务期限结构。截至2009年末，公司总债务中长期债务为52.87亿元，短期债务仅为9.64亿元，长期债务占比84.58%。考虑到房地产开发项目长周期的特性，以长期债务为主的期限结构有利于保持业务开发资金来源的稳定性。

图10：2007~2009年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

总体来看，公司债务期限结构合理，但公司资产负债率依然较高，较高的财务杠杆比率增加了公司总体的财务风险。

流动性

截至 2009 年末公司流动资产占总资产的比重为 86.98%。从流动资产构成看，货币资金及存货依然是流动资产主要部分，截至 2009 年末，上述两项资产合计占流动资产的 82.84%。由于 2009 年公司销售回款情况良好且九月末 10 亿元公司债成功发行，当期末公司货币资金余额达到 49.77 亿元，同比增长 127.89%，占流动资产比例也显著提升至 25.56%。

表 12：2007~2009 年公司流动资产结构分析

	2007	2008	2009
流动资产/总资产	86.29%	88.13%	86.98%
货币资金/流动资产	15.94%	13.02%	25.56%
存货/流动资产	76.82%	72.02%	57.28%

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

在经历了 2007 年爆发式增长后，近两年公司业务规模进入平稳扩张期。2008 年的全球金融危机及中国房地产市场的深度调整使得公司缩减了当年工程进度，从而影响了 2009 年的开发规模。2009 年公司开发进度加快，但依然慢于销售速度的大幅提升，导致公司 2008、2009 年存货规模持续减少。截至 2009 年末，公司存货为 111.50 亿元，同比减少 7.67%。2010 年，公司计划提升新增土地储备规模，加快工程进度，预计未来存货规模将触底回升。

从存货结构上来看，开发成本和开发产品是存货的主要部分，且近两年来上述两项占存货的比例保持稳定。截至 2009 年末，公司存货中开发成本、开发产品占比分别为 79.34%、19.62%。开发产品中北京 A-Z Town、缘溪堂等高端住宅项目占比较大，由于高端住宅低周转高毛利的特点，使得公司开发成本在存货中占比较高。总体来看公司资产结构合理，流动性较强。

表 13：2007~2009 年公司存货分析

单位：亿元

	2007	2008	2009
存货	131.13	120.76	111.50
存货余额同比增长	99.86%	-7.91%	-7.67%
开发成本	114.98	95.81	88.47
开发成本/存货	87.69%	79.34%	79.34%
开发产品	14.93	23.78	21.87
开发产品/存货	11.39%	19.69%	19.62%
(开发成本+开发产品)/存货	99.07%	99.03%	98.96%

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

2009 年公司存货周转率为 0.29 次，总资产周转率为 0.26 次，总体来看处于同行业中等水平。

表 14：2007~2009 年公司存货分析

	2007	2008	2009
存货周转率	0.32	0.26	0.29
总资产周转率	0.28	0.27	0.26

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

表 15：2009 年部分房地产上市公司运营指标

	存货周转率	总资产周转率	存货占流动资产比率
万科 A	0.39	0.38	69.12%
保利地产	0.29	0.32	67.91%
金地集团	0.22	0.27	74.66%
泛海建设	0.08	0.11	69.17%
新湖中宝	0.49	0.36	57.80%
中粮地产	0.23	0.18	77.04%
中华企业	0.33	0.35	65.60%
万通地产	0.27	0.29	71.67%
上实发展	0.20	0.18	76.92%
首创置业	0.29	0.26	57.28%

数据来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

2009 年房地产市场的火爆使得公司销售回款大幅增加，加之对开发节奏的控制，公司经营活动现金流由 2008 年的净流出 8.18 亿元变为净流入 45.72 亿元。截至 2009 年末，公司经营净现金流/短期债务达到 4.72，货币资金/短期债务达到 5.14，公司基本不存在短期债务偿还压力。

表16: 2007~2009年公司部分流动性指标

	2007	2008	2009
经营活动净现金流	-13.12	-8.18	45.72
经营净现金流/短期债务	-0.57	-1.13	4.72
货币资金/短期债务	1.17	3.02	5.14

数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

盈利能力

2009年公司加快了工程进度和推盘速度, 销售回款大幅提升, 在2008年预收账款仅占当年营业总收入37.23%的情况下, 公司2009年营业总收入达到了53.93亿元, 实现同比增长4.37%。由于房地产公司预收账款确认收入的滞后性, 当年的预收账款可部分锁定次年收入。截至2009年末, 公司预收账款为47.19亿元, 占当年营业总收入的87.50%, 为公司2010年的收入水平提供了强有力的支撑。

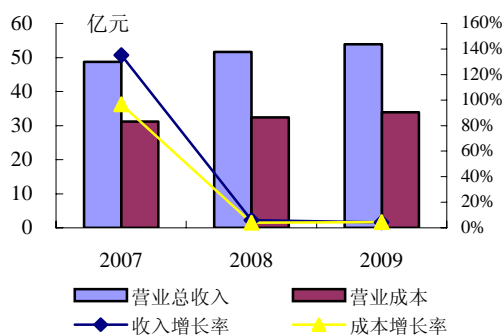
表17: 2008~2009年公司预收账款分析

	2007	2008	2009
营业总收入(亿元)	48.78	51.68	53.93
预收账款(亿元)	40.51	19.24	47.19
预收账款/营业总收入	83.05%	37.23%	87.50%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

毛利率方面, 2009年公司毛利率为37.23%, 与2008年基本持平。但是目前公司北京地区项目储备较少, 未来西安、天津、沈阳、成都、重庆等几个二线城市在公司房地产业务收入来源中的占比将越来越大, 这给公司毛利率水平带来一定的下行压力。

图11: 2007-2009公司收入成本分析



数据来源: 公司提供, 中诚信评估整理

期间费用方面, 公司近三年来三费占比保持稳定水平, 2009年为8.23%, 同比小幅降低, 且为近三年最好水平, 公司成本控制和内部管理水平有所加强。

表18: 2007~2009年公司三费分析

	2007	2008	2009
销售费用	1.46	1.51	1.20
管理费用	1.29	1.18	1.34
财务费用	1.36	1.90	1.90
三费合计	4.12	4.59	4.44
营业总收入	48.78	51.68	53.93
三费收入占比(%)	8.45%	8.89%	8.23%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

2009年, 受益于投资收益的提升, 公司赢利水平较快提升, 全年净利润为8.88亿元, 同比增长20.80%, 归属于母公司所有者净利润达到5.38亿元, 同比增长49.01%。2009年公司所有者权益收益率为13.38%, 达到近三年最高水平, 公司盈利能力进一步提升。

总体来看, 公司自2007年实现跨越式发展后, 近三年来进入平稳扩张期, 盈利能力保持稳定水平。2010年公司将加快扩张步伐, 预计收入规模将稳步提升, 但随着公司房地产业务在二线城市的占比增多, 其毛利率水平将受到一定压力。

偿债能力

截至2009年末, 公司总债务为62.51亿元, 其中长期债务52.87亿元, 短期债务仅为9.64亿元。

资金获取方面, 2009年公司EBITDA达到15.18亿元, 由2008年的同比下降8.46%变为同比上升13.50%, 资金获取能力有所提升。截至2009年末, 公司总债务/EBITDA小幅下降为4.12, EBITDA利息倍数上升为3.45, EBITDA对付息债务及利息的保障能力均有所增强。

表19: 2007~2009年公司部分财务指标

指标	2007	2008	2009
总债务/EBITDA	4.02	4.77	4.12
EBITDA 利息倍数	3.61	2.61	3.45
EBIT 率(%)	27.79%	23.97%	27.34%
资产负债率(%)	70.97	67.84	70.35
总资本化率(%)	50.54	51.05	48.50
长期资本化率(%)	38.20	48.06	44.34
经营活动净现金流/总债务	-0.22	-0.13	0.73

资料来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

从未来的债务偿还分布来看，公司长期债务偿还压力主要集中在 2011 年，需偿还 13.85 亿元到期债务，但相对于公司目前的货币资金状况及授信规模，到期债务偿还压力很小。

表 20：公司长期债务到期分布

单位：亿元					
	2010	2011	2012	2013	2014
偿还金额	9.09	13.85	11.00	6.00	20.00

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

或有负债方面，截至 2009 年末，公司无对外担保情况发生；公司为商品房承购人提供的抵押贷款担保余额为 31.23 亿元（该担保为行业惯例），或有风险在可控范围之内。

目前公司与多家内资、外资银行建立了长期的战略合作伙伴关系，拥有顺畅的融资渠道。截至 2009 年 12 月 31 日，公司拥有银行授信总额 159.35 亿元，授信余额 97.25 亿元；2010 年 2 月，公司获得中国银行北京分行意向性授信额度 100 亿元，备用流动性充足。

此外，目前公司正积极开拓多种融资渠道，筹划 H 股增发及全力推进 A 股公开发行，如取得预期进展，将有助于提升公司财务结构的稳健性并增强其整体实力。

总体来看，公司规模平稳扩张，盈利水平稳步提升，债务结构稳健，货币资金充裕，对付息债务的偿还能力较强。同时，我们将持续关注政策影响及行业波动给公司业务运营带来的影响。

担保实力

北京首都创业集团有限公司是北京市国资委所属的大型国有独资企业之一，良好的政府资源在较大程度上确保了集团投融资渠道的畅通，为旗下各个板块业务的开展提供了有力支持，集团规模持续壮大，综合实力不断提升，在宏观经济波动环境中的抗风险能力逐渐增强。

业务运营

近年来集团逐步构建了以水务为核心的基础设施产业、以城市住宅开发建设为核心的房地产业及以投行并购业务为核心的金融服务业等三大核心主业，并辅以工业、贸易、旅游酒店三小板块。

集团已成为具有较强市场竞争实力和可持续发展能力的大型产业投资控股公司。

表 21：首创集团 2009 年分板块收入情况

单位：亿元	
2009	
基础设施	29.97
房地产	53.93
金融服务	11.25

数据来源：公司提供

集团基础设施业务受经济周期波动影响较小，经营业绩稳步提升。其中，以首创股份为龙头和载体的水务产业，水处理规模和市场占有率均位居国内领先地位，自 2003 年开始，首创股份连续五年位列“水业十大影响力企业”之一。目前，首创股份水务市场全国布局初步形成，水处理收入稳定增长，行业龙头地位稳固。未来，受益于各地水务项目的竣工投产和所服务区域水价的上涨，水务板块盈利水平仍有一定增长空间。城市交通建设方面，公司不承担政府强制性的建设任务，仍以盈利为目的，多年的经营使公司在此领域积累了丰富的经验。目前，京津高速路（天津段）和地铁四号线是公司城市交通建设业务的主要运营项目。

首创置业是集团房地产业务的核心载体，是北京大型综合性房地产营开发商之一。目前公司房地产项目以京津地区为核心，并逐步进入环渤海、长三角、中西南和珠三角四个战略区域。近年来公司业绩稳步提升，土地储备规模持续增长，在中国房地产行业加速整合的背景下，公司具有一定的发展潜力。

集团金融服务业板块主要由首创担保、首创证券等子公司构成，目前此业务版块形成了以担保、农投为代表的政策性金融业务及以证券、创投为代表的市场化金融业务体系，成为协调公司核心主业发展的重要平台。

财务表现

近年来集团总资产规模总体来看增长较为平稳。2008 年受全球金融风暴影响，中国宏观经济增速放缓，房地产行业 and 证券行业步入下行通道，集团下属业务板块中，房地产销售回款及证券客户保证金大幅减少，加之第一创业证券不再纳入合并范

围,使得集团货币资金同比减少 41.98%,总资产规模有所下降。2009 年随着宏观经济企稳回升,集团各业务板块运营良好,货币资金回升至 159.15 亿元,占流动资产的 34.66%。截至 2009 年末,集团总资产达到 786.95 亿元,同比增长 8.20%,所有者权益达到 172.57 亿元,同比增长 8.49%。集团债务规模也较为平稳,近三年来资产负债率及总资本化比率变动幅度较小,2009 年上述两项分别为 78.07%、66.53%。由于集团房地产业务板块占比较大,预收账款较多,2009 年公司剔除预收账款后的资产负债率下降为 71.05%。总体来看,集团资产流动性较好,资本结构较为稳定,但财务杠杆较高,具有一定的债务偿还压力。

针对自身资产负债率较高,财务风险较大的情况,集团已经制定了财务风险控制目标,逐渐降低财务杠杆。集团计划加大权益融资力度,相应减少对外负债,并不断加大还本付息力度。

从付息债务来看,集团付息债务增长较慢,2007~2009 年复合增长率仅为 3.46%,2009 年末达到 343.03 亿元。从总债务结构来看,长期债务呈不断增加的趋势,长期债务/短期债务由 2007 年的 1.16 增加为 2009 年的 1.68。截至 2009 年末,集团长期债务达到 215.18 亿元,占总债务比例为 62.73%。考虑到集团以基础设施建设及房地产开发为主的业务结构,长期债务为主的期限结构有利于其资金来源的稳定性。

盈利能力方面,近年来集团收入规模稳步提升,2007~2009 年复合增长率为 12.07%,2009 年营业总收入达到 139.09 亿元,同比增长 16.81%。近年来受金融危机及宏观经济波动的影响,证券市场大幅波动,地产市场收益也具有较大的周期及波动性,造成了集团投资收益的波动较大。2009 年集团投资收益为 10.80 亿元,较 2008 年有较大提高,但仍低于 2007 年 24.01 亿元的高点水平。未来投资收益仍将是影响集团盈利水平的重要因素。集团的营业外收入是其利润的重要来源,其中以政府补贴为主。集团所获的政府补贴主要包括首创股份的京通快速路补贴,以及首创股份所属的水务公司所获得的地方政府补贴等,所获补贴均有政府文件支持或批复,具有稳定性。2009 年集团净利润为 13.14 亿

元,预计未来随着水务及房地产板块的发展,三大板块业务协同效应的不断显现,集团盈利水平还将有一定提升空间。

偿债能力方面,随着 2009 年宏观经济起稳回升,集团房地产及金融服务板块业绩提升明显,加之投资收益大幅增加,集团 EBITDA 达到 47.84 亿元,同比增加 37.35%,且超过 2007 年水平。受益于 EBITDA 的大幅提升及债务规模增速较慢,集团总债务/EBITDA 下降为 7.17,EBITDA 利息倍数增大为 2.32。集团偿债压力有所降低,利息偿还能力有所增强,但整体来看偿债压力依然较大。

表 22: 2007~2009 首创集团部分财务指标

	2007	2008	2009
长期债务(亿元)	172.26	200.16	215.18
总债务(亿元)	320.48	332.81	343.03
长期资本化率(%)	52.19	55.72	55.49
总资本化比率(%)	67.01	67.66	66.53
资产负债率(%)	78.96	78.13	78.07
EBITDA(亿元)	45.94	34.83	47.84
总债务/EBITDA	6.98	9.55	7.17
EBITDA 利息倍数	3.38	1.5	2.32

注:集团 2009 年数据未经审计。

数据来源:集团公司提供

或有负债方面,截至 2009 年末集团对外担保总额为 20.36 亿元,占净资产 11.80%。集团或有风险较小。

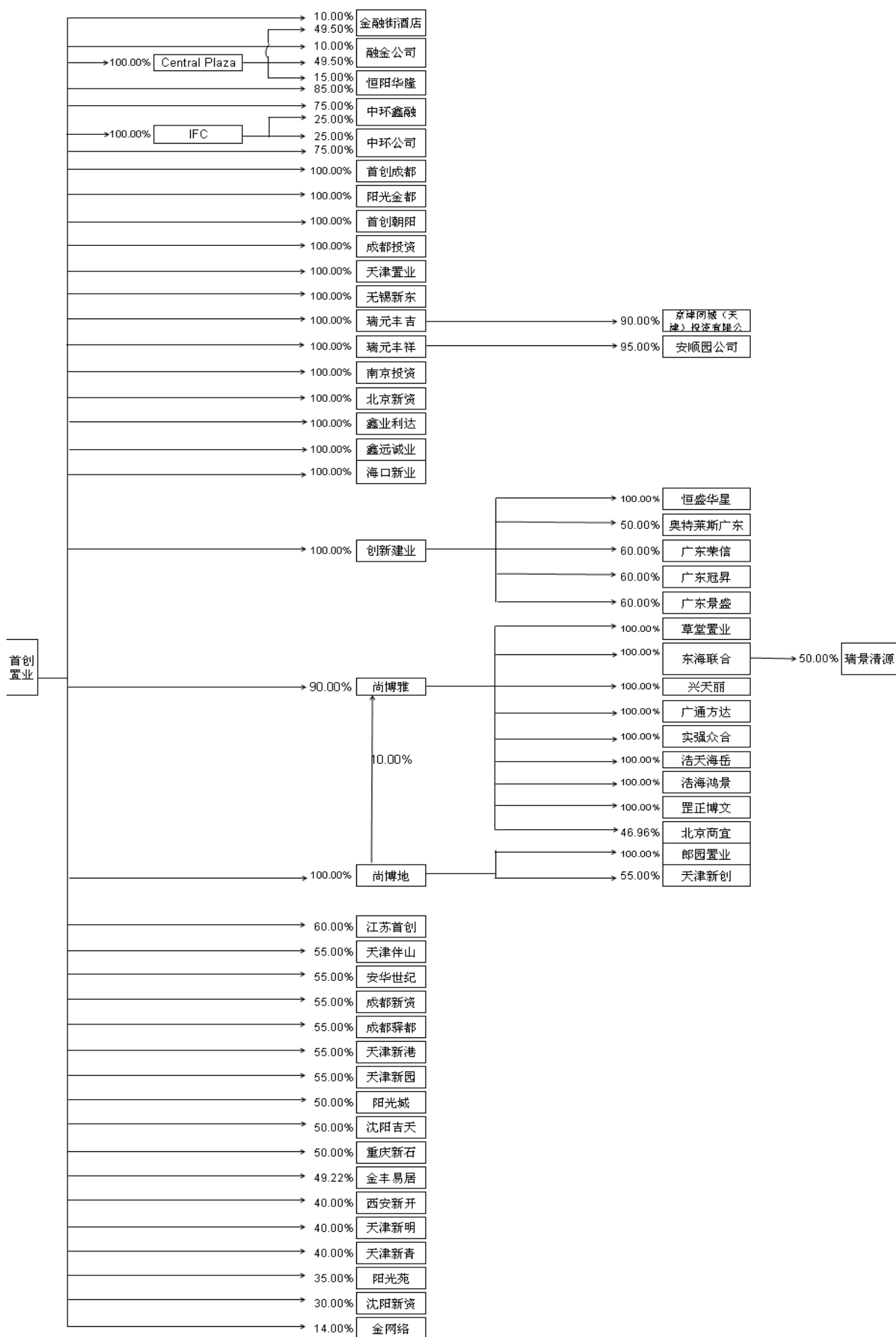
截至 2009 年 12 月 31 日,集团本部的银行授信总额达到 509.27 亿元,授信余额为 179.88 亿元。集团备用流动性充足。

中诚信认为,北京首都创业集团有限公司具备较强的综合实力和整体抗风险能力,能够为本期债券本息的偿还提供较有力的保障。

结 论

中诚信评估评定本次公司债券信用等级为 **AA⁺**,维持公司主体信用等级 **AA**,评级展望为稳定。

附一：首創置業股份有限公司股權結構圖（截至 2010 年 02 月）



附二：首创置业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2007	2008	2009
货币资金	272,139.80	218,380.10	497,668.30
应收账款净额	33,700.10	25,488.40	4,954.20
存货净额	1,311,259.90	1,207,599.90	1,115,034.30
流动资产	1,707,004.70	1,676,843.10	1,946,739.80
总资产	1,978,198.70	1,902,793.40	2,238,216.70
短期债务	231,913.80	72,200.00	96,400.00
长期债务	355,000.00	566,150.00	528,671.00
总债务（短期债务+长期债务）	586,913.80	638,350.00	625,071.00
总负债	1,403,829.60	1,290,818.20	1,574,499.00
所有者权益（含少数股东权益）	574,369.10	611,975.20	663,717.70
营业总收入	487,763.90	516,769.80	539,344.30
三费前利润	132,800.70	143,087.50	143,884.60
投资收益	22,682.50	2,296.00	15,207.10
净利润	72,309.20	73,531.20	88,829.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	146,132.30	133,771.10	151,824.20
经营活动产生现金净流量	-131,231.80	-81,771.00	457,164.30
投资活动产生现金净流量	58,229.40	-80,747.40	-112,880.70
筹资活动产生现金净流量	-35,611.30	116,750.40	-71,078.30
现金及现金等价物净增加额	-109,245.00	-46,724.10	273,223.00
财务指标	2007	2008	2009
毛利率（%）	36.07	37.27	37.23
所有者权益收益率（%）	12.59	12.02	13.38
EBITDA/营业总收入（%）	29.96	25.89	28.15
速动比率（X）	0.40	0.66	0.82
经营活动净现金/总债务（X）	-0.22	-0.13	0.73
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.57	-1.13	4.74
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.24	-1.60	10.38
EBITDA 利息倍数（X）	3.61	2.61	3.45
总债务/EBITDA（X）	4.02	4.77	4.12
资产负债率（%）	70.97	67.84	70.35
总资本化比率（%）	50.54	51.05	48.50
长期资本化比率（%）	38.20	48.06	44.34

附三：北京首都创业集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2007	2008	2009
货币资金	1,746,968.22	1,013,529.73	1,591,524.55
应收账款净额	115,710.93	81,504.58	88,974.90
存货净额	1,574,480.85	1,569,271.10	1,511,965.87
流动资产	4,641,074.80	3,929,162.83	4,591,819.10
总资产	7,502,016.63	7,272,757.91	7,869,460.95
短期债务	1,482,229.01	1,326,479.09	1,278,502.75
长期债务	1,722,553.97	2,001,575.96	2,151,804.13
总债务（短期债务+长期债务）	3,204,782.98	3,328,055.05	3,430,306.87
总负债	5,923,935.96	5,682,132.69	6,143,723.17
所有者权益	1,578,080.67	1,590,625.22	1,725,737.78
营业总收入	1,107,473.99	1,190,758.82	1,390,942.33
投资收益	240,050.37	24,429.01	108,010.29
净利润	182,349.26	21,512.54	131,366.48
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	459,422.37	348,311.65	478,418.57
经营活动产生现金净流量	377,690.74	28,957.47	615,310.89
投资活动产生现金净流量	-99,821.49	-1,030,399.85	-169,191.89
筹资活动产生现金净流量	240,971.00	340,431.88	89,116.96
现金及现金等价物净增加额	516,897.20	-662,591.54	535,272.79
财务指标	2007	2008	2009
毛利率（%）	35.02	37.79	32.47
所有者权益收益率（%）	11.56	1.35	7.61
EBITDA/营业总收入（%）	41.48	29.25	34.40
速动比率（X）	0.81	0.72	0.85
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	0.01	0.18
经营活动净现金/短期债务（X）	0.25	0.02	0.48
经营活动净现金/利息支出（X）	2.78	0.12	2.98
EBITDA 利息倍数（X）	3.38	1.50	2.32
总债务/EBITDA（X）	6.98	9.55	7.17
资产负债率（%）	78.96	78.13	78.07
总资本化比率（%）	67.01	67.66	66.53
长期资本化比率（%）	52.19	55.72	55.49

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资 = 可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务 = 短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净负债率 = (总债务-货币资金) / 所有者权益合计

三费前利润 = 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT (息税前盈余) = 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入-营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益期末数

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本 (营业成本) / 存货平均余额

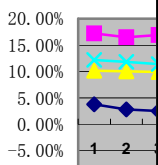
应收账款周转率 = 主营业务收入净额 (营业总收入净额) / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益 (含少数股东权益))

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务+所有者权益 (含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)



附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信评估会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定