



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪280号

华远地产股份有限公司：

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“华远地产股份有限公司2014年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月八日

华远地产股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告 (2018)

发行主体	华远地产股份有限公司		
债券简称	14 华远债		
债券代码	122370		
发行年限	5 年期		
发行规模	14 亿元人民币		
存续期限	2015/4/27 至 2020/4/27		
上次评级时间	2017/06/19		
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

华远地产	2015	2016	2017	2018.03
所有者权益 (亿元)	47.08	70.78	77.42	77.39
总资产 (亿元)	215.53	280.94	343.53	348.74
总债务 (亿元)	111.40	125.75	175.23	174.96
营业总收入 (亿元)	74.49	76.08	99.04	5.61
营业毛利率 (%)	23.34	18.96	28.02	28.67
EBITDA (亿元)	11.48	11.03	17.58	-
所有者权益收益率 (%)	17.37	10.93	14.88	-0.16
资产负债率 (%)	78.16	74.81	77.46	77.81
总债务/EBITDA (X)	9.70	11.40	9.97	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.35	1.49	2.43	-
净负债率 (%)	196.14	100.05	131.92	-

注: 1、所有者权益包含少数股东权益;
2、2018年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务已经年化处理;
3、华远地产2014~2018.03的其他应付款中有息部分已相应调整至长期债务中。

分析师

应治平 zying@ccxr.com.cn

林灿鸿 chlin@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月8日

基本观点

2017 年华远地产股份有限公司 (以下简称“华远地产”或“公司”) 持续获得股东方支持, 房地产项目区域布局有所优化, 同时盈利能力大幅提升, 债务期限结构持续优化。但中诚信证评评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 也关注到受房地产调控政策及公司销售节奏的调整, 公司 2017 年签约销售面积和收入均有所下滑, 以及公司部分已竣工项目仍面临一定的去化压力等因素都将在一定程度上影响到公司的信用水平。

综上, 中诚信证评维持华远地产主体信用等级 AA, 评级展望稳定, 维持“华远地产股份有限公司 2014 年公司债券”信用等级为 AA。

正面

- 较强的股东支持。作为北京市西城区国资委下属重要的房地产业务运营平台, 公司在业务资源、管理、资金等方面可获得控股股东北京市华远集团有限公司的持续有力支持。
- 区域布局有所优化。2017 年公司仍保持较为审慎的土地拓展政策, 并通过收购方式新进入广州、重庆、佛山等城市, 深化以北京为核心, 辐射京津冀、西部、华中、华南四大区域的城市战略布局, 区域布局有所优化。
- 盈利能力提升, 偿债指标表现良好。2017 年, 受益于项目开发结转节奏的加快, 公司结算收入增长较快; 同时毛利空间相对低的政策房结转占比的下降使得公司综合毛利率大幅提升, 盈利能力得以增强, 经营所得对债务的偿还形成较好保障。
- 债务期限结构得到优化。2017 年, 公司成功发行两期中期票据, 加之股东方在融资方面提供的大力支持, 在保障传统融资渠道畅通的前提下, 不断拓宽融资渠道, 债务期限结构得以优化, 年末长短期债务比降至 0.22 倍。



关 注

- 签约销售面积和收入均有所下滑。2017 年，受全国局部核心城市政策全面收紧影响，公司在重点城市销售进度放缓，分别完成房地产项目签约销售面积和签约销售额 66.7 万平方米和 77.2 亿元，同比下降 5.79% 和 28.39%。
- 部分区域项目仍面临去化压力。截至 2017 年末，公司存货账面金额为 212.18 亿元，其中已竣工项目开发产品为 62.65 亿元，占比 29.53%，已竣工项目中西安、长沙地区占比较大且部分项目竣工时间较早，需继续对其去化情况保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

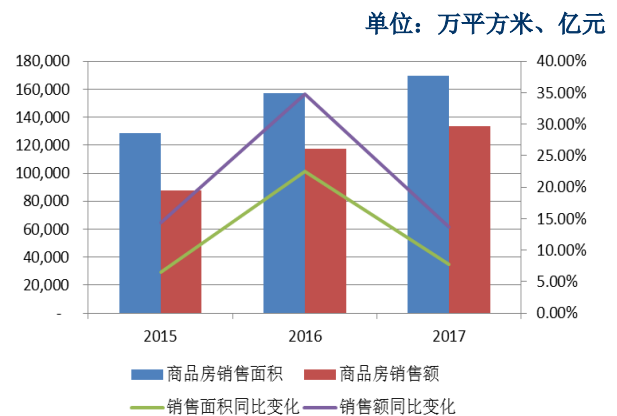
华远地产股份有限公司 2014 年公司债券（以下简称“本次债券”）于 2015 年 4 月 27 日至 2015 年 4 月 29 日完成发行，发行规模为 14 亿元，期限为 5 年。本次债券募集资金总额扣除承销费用后的净募集款项为 13.85 亿元，募集资金已于 2015 年 4 月 29 日全部到位。本次债券募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级

限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等12个城市作为住房租赁首批试点。同年10月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受2017年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为72,600亿元，同比增长9.41%，较上年同期增速下降25.51个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自2016年10月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017年TOP100房企销售金额集中度提升11.58个百分点至55.50%；TOP20房企销售金额集中度则上升7.77

个百分点至32.50%；而TOP10房企销售额的比重达到24.10%，较上年提升5.75个百分点，千亿房企已达17家。2017年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

业务运营

公司是北京市西城区国资委下属重要的房地产业务运营平台，2017年实现营业收入99.04亿元，同比增长30.17%，其中房地产业务收入98.12亿元，同比增长29.19%，占营业收入的比重为99.07%，系公司主要的业务收入来源。

2017年，公司项目开发节奏有所加快，新开工面积及竣工面积均大幅增长，同时受局部核心城市政策调控及区域销售政策的影响，公司销售签约面积和签约额均有所下滑，但结算面积和结算收入规模较上年大幅度提升。

2017年，公司加大的新项目的开发节奏，当年实现开复工面积为172.6万平方米，与上年基本持平，其中新开工面积为51.4万平方米，同比大幅上升79.96%；同期，公司竣工面积为82.1万平方米，较上年增长48.73%，竣工项目包括北京西红世项目、北京华中心项目、西安海蓝城五期项目等。

表 1：2015~2017 年公司房地产业务运营情况

	单位：万平方米		
	2015	2016	2017
开复工面积	296.7	174.0	172.6
其中：新开工面积	103.0	10.3	51.4
竣工面积	133.6	55.2	82.1

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，2017年末公司在建项目合计7个¹，在建项目总建筑面积为156.44万平方米，项目投资总额约180.68亿元，已完成投资额72.8亿元。从项目区域分布来看，目前公司房地产在建项目区域主要分布在北京、西安、长沙和广州四个城市，其中北京地区在建项目建筑面积约占当年在建项目总建筑面积的19.37%，为北京华中心项目；西

¹ 不包括合作开发的项目

安地区在建项目建筑面积约占当年在建项目总建筑面积的 57.84%，包括西安海蓝城六期项目、西安枫悦一期项目和西安辰悦项目；长沙地区在建项目为长沙华中中心二期和长沙华中中心 8 号楼项目，在建项目建筑面积占比约 8.41%；广州地区在建项目为广州云和墅项目，在建项目建筑面积占比 14.38%。

表 2：截至 2017 年末公司在建项目明细

单位：万平方米、亿元

项目名称	总建筑面积	计划投资总额	已投金额	项目进度
北京华中中心项目	30.3	50.20	42.18	部分住宅和商业部分准备进行装修施工
西安海蓝城六期项目	20.9	12.76	6.16	正按计划进行主体结构施工
西安枫悦一期项目	24.3	14.58	9	部分已竣工入住
西安辰悦项目	45.28	24.13	1.57	项目一组团及安置房已于 2017 年 9 月开工并开盘销售，其余部分 2018 年开工
长沙华中中心二期项目	12.9	15.72	9.53	已开工并于 2017 年 9 月开盘销售
长沙华中中心 8 号楼项目	0.26	0.57	0.06	与报告期内开工，计划 2018 年开盘销售
广州云和墅项目	22.5	62.72	4.3	北区已于 2017 年全部竣工，南区正在办理规划审批手续，计划 2018 年上半年开工
合计	156.44	180.68	72.8	--

注：2017 年末，西安辰悦项目、广州云和墅项目均处于局部开竣工、局部拟建状态，因项目投资是整体核算不宜拆分，故一并计入在建项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

拟建项目方面，截至 2017 年末公司拟建项目合计 7 个，分别为北京苹果园项目、西安枫悦二期项目、长沙华中中心南区项目、长沙华时代项目、重庆江和墅项目、重庆海蓝城项目及天津塘沽湾项目，拟建项目总建筑面积合计 157.6 万平方米。

房地产销售方面，2017 年公司完成房地产项目签约销售面积和签约销售额分别为 66.7 万平方米和 77.2 亿元，同比下降 5.79% 和 28.39%，主要系 2017 年全国局部核心城市政策全面收紧，公司在销

售重点城市采取压节奏保利润的策略，销售进度放缓所致；同期，公司实现结算面积和结算金额分别为 70.69 万平方米和 96.76 亿元，同比增长 11.59% 和 29.50%。从销售区域分布来看，2017 年公司在北京、西安、长沙和天津签约销售额占比分别为 16.34%、43.14%、18.84% 和 2.64%，北京、天津区域销售收入占比较上年同期大幅下降，西安、长沙区域均有所上升。从销售均价来看，公司在北京地区产品主要为安置房、限价商品房及普通商品住宅，包括北京西红世、北京和墅、北京铭悦好天地、北京好中心项目，整体销售均价约 28,854 元/平方米，同比下降 8.82%；西安地区以开发住宅、商业产品为主，包括西安海蓝城、西安锦悦一二期、西安枫悦一期和西安辰悦等项目，整体销售均价约 8,734 元/平方米，均价同比增长 13.30%；长沙地区销售产品为长沙华中中心二期、三期和四期，其销售均价约 21,409 元/平方米，同比增长 15.82%；天津地区销售产品为波士顿 37 号地、43 号地和 44 号地项目，整体销售均价约 6,412 元/平方米，同比下降 45.02%。

跟踪期内，公司继续保持审慎的土地拓展政策的同时，不断优化土地储备区域布局，在天津、重庆、西安和佛山等城市新增 5 幅土地，整体土地储备规模较为适中。

土地储备方面，2017 年公司仍继续保持较为审慎的土地拓展政策，全年新增 5 个土地储备项目，分别为津滨塘（挂）2017-5 号地块、巴南区李家沱组团 G25-1/03、G26-1/03、G2-1/04 号宗地、重庆江津区九鼎项目、西安阳光北京城项目和佛山高明 WG0018 地块，新增土地规划建筑面积为 111.92 万平方米，新增土地购地金额为 45.22 亿元。从储备项目获取方式来看，2017 年公司通过竞拍、挂牌出让和股权收购方式获取土地资源，其中津滨塘（挂）2017-5 号地块系公司在 2017 年 11 月通过挂牌出让方式取得的土地储备，巴南区李家沱组团 G25-1/03、G26-1/03、G2-1/04 号宗地是通过拍卖出让方式取得的土地储备，重庆江津区九鼎项目、西安阳光北京城项目和佛山高明 WG0018 地块均是通过股权收购取得的土地储备。

截至 2017 年末，公司拥有土地储备²占地面积为 84.3 万平方米³，土地储备规划建筑面积 196.9 万平方米（权益前），较上年末增加 66.9 万平方米，相对于其开发进度而言，整体土地储备规模较为适中。从土地储备区域分布来看，2017 年公司土地储备区域分布有所优化，新增重庆、佛山区域土地，2017 年末公司在北京区域土地储备规划建筑面积占比 6.25%，长沙区域占比 16.30%，天津区域占比 12.24%，西安区域占比 21.53%，重庆区域 26.05%，广州区域 9.24% 和佛山区域 8.38%。

表 3：截至 2017 年末公司土地储备区域分布情况

单位：万平方米

区域（或城市）	数量	占地面积	规划用途	规划建筑面积
北京	1	3.5	商业、办公	12.3
天津	2	16.1	住宅、商业	24.1
西安	2	10.1	住宅、商业	42.4
重庆	2	28.7	住宅、商业	51.3
长沙	2	7.7	商业、住宅	32.1
广州	1	12.3	住宅	18.2
佛山	1	5.9	住宅、商业	16.5
合计	11	84.3	-	196.9

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

参股项目方面，公司通过投资入股的方式参与了北京门头沟项目、天津辛庄二号地项目、天津汉沽 3、4、5 号地项目、天津辛庄五号地项目、佛山高明 16 号地项目和佛山高明 18 号地项目。其中，佛山高明 16 号地项目系公司于 2017 年 8 月，签署了《佛山市高明区西江新城丽景东路以北项目合作框架协议》，获得该地块 25% 权益，占地面积约 6.9 万平米，计容建筑面积约 19.4 万平米，项目公司的股权转让手续正在办理之中；佛山高明 18 号地项目系公司于 2017 年 9 月 22 日内签订协议约定，以增资入股方式获得佛山市高明区美玖房地产开发有限公司 33% 股权以获得其所持有的佛山高明 WG0018 地块 33% 权益，2018 年 4 月 19 日，该股权转让已完成。

表 4：截至 2017 年末公司参股项目情况

项目名称	持股比例	业态	总建筑面积	项目进度
北京门头沟项目	21%	商业	15.3	正在按计划进行施工，其中 1#楼已于报告期末开盘销售
天津辛庄二号地项目	26%	住宅	15.3	正在进行结构施工
天津汉沽 3 号地项目	50%	住宅、商业	8.7	正在按计划进行基础施工，计划 2018 年第三季度开盘销售
天津汉沽 4 号地项目	50%	住宅、商业	12.8	计划 2018 年开工建设并开盘销售
天津汉沽 5 号地项目	50%	住宅、商业	21	计划 2018 年开工建设并开盘销售
天津辛庄五号地项目	20%	住宅	18.9	相关股权转让手续在办理中，项目正在按计划施工
佛山高明 16 号地项目	25%	住宅、商业	19.4	股权转让手续正在办理之中
佛山高明 18 号地项目	33%	住宅、商业	16.5	股权转让手续正在办理之中

注：参股项目指参股不操盘和操盘不并表的项目

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司还受北京市通州区梨园镇政府委托从事通州区梨园镇西小马居住项目 B-2.2 地块的一级土地整理业务，待土地整理完成后，将交由土地整理储备中心上市交易并取得相关代建收入。该项目占地面积约 6.69 万平方米，规划计容建筑面积约 10.38 万平方米，目前仍处于拆迁阶段，与剩余最后一户进行诉讼，完成拆迁后办理上市手续。

此外，公司的持有型物业主要以住宅配套的商业、写字楼为主，集中于长沙和北京地区。截至 2017 年末，公司持有型物业可出租面积合计约 18.04 万平方米，主要包括君悦酒店、华中心 T1 写字楼、铭悦好天地，已出租面积 15.86 万平方米，整体出租率 87.92%。从持有物业业态分布来看，公司持有物业以商业零售为主，同期末公司商务零售物业可出租面积为 14.72 万平方米。2017 年，受益于长沙君悦酒店的开业，公司自持实现租赁业务收入⁴（不

² 公司土地储备口径为拟建项目土地面积。

³ 土地储备不包含参股项目和通州西小马一级土地整理项目。

⁴ 不包括公司委托经营部分收入

含车位出租收入) 1.05 亿元, 同比增长 84.21%。

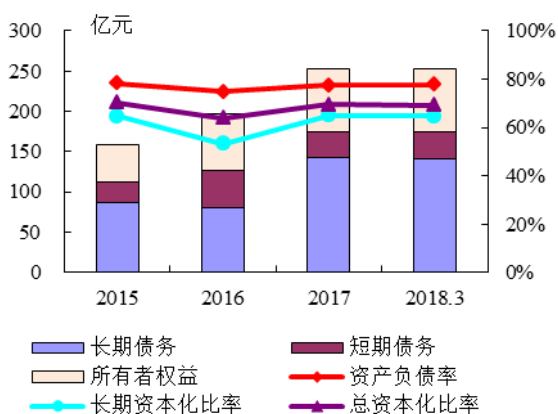
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年合并财务报告, 以及未经审计的 2018 年一季度合并财务报表。

资本结构

随着在建项目的推进, 公司资产负债规模持续增长。截至 2017 年末, 公司总资产为 343.53 亿元, 同比增长 22.28%。同期末, 公司负债总额为 266.11 亿元, 同比增长 26.62%, 主要系公司对外融资需求加大, 应付债券和长期借款增加所致。自有资本方面, 2017 年末所有者权益合计 77.42 亿元, 同比增长 9.38%, 主要系利润留存增加所致。财务杠杆比率方面, 2017 年末公司资产负债率为 77.46%, 较上年同期上升 2.66 个百分点; 净负债率为 131.92%, 同比上升 31.87 个百分点, 整体财务杠杆比率处于较高水平。截至 2018 年 3 月 31 日, 公司总资产和总负债分别为 348.74 亿元和 271.36 亿元, 资产负债率和净负债率分别上升至 77.81% 和 163.43%。

图 2: 2015~2018.3 公司资本结构



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

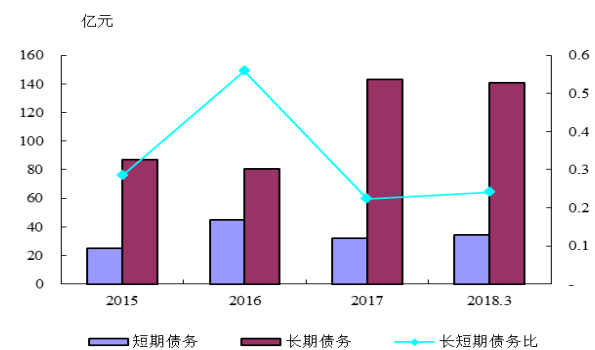
资产构成方面, 2017 年末公司资产主要由货币资金、其他应收款和存货等流动资产以及固定资产构成, 上述科目占比分别为 21.28%、6.29%、61.76% 和 3.82%。截至 2017 年末, 公司货币资金同比增长 33.06% 至 73.10 亿元, 主要系债务融资规模大幅增加带来的现金流入, 其中受限资产金额为 1.08 亿元, 系阶段性按揭贷款保证金和共管户资金等; 同

期末, 公司其他应收款同比增长 86.77% 至 21.60 亿元, 主要为公司合作开发项目的项目合作款; 2017 年末公司存货规模同比增长 15.87% 至 212.18 亿元, 主要系开发成本; 同期末, 公司固定资产增长至 13.13 亿元, 主要系长沙华中心四期君悦酒店竣工开业, 转入固定资产所致。

负债构成方面, 公司负债主要由预收款项、应付账款和付息债务构成。截至 2017 年末, 公司预收款项 33.67 亿元, 同比下降 36.44%, 主要系公司结转收入所致, 公司的预收账款主要为商品房预售款。同期末, 公司应付账款 23.02 亿元, 同比增长 42.63%, 为未付工程款。

有息债务方面, 2017 年末公司总债务规模为 175.23 亿元, 同比增长 39.35%, 其中短期债务 32.05 亿元, 同比下降 28.89%, 主要系公司偿还部分短期债务且新增债务以长期债务为主; 长期债务 143.18 亿元, 同比增长 77.47%。得益于此, 2017 年末公司长短期债务比(短期债务/长期债务)为 0.22 倍, 较去年同期下降 0.34 倍。截至 2018 年 3 月末, 公司总债务规模为 174.96 亿元, 长短期债务为 0.24 倍, 公司债务期限结构得到优化。

图 3: 2015~2018.3 公司债务结构分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

从所有者权益的构成来看, 2017 年末公司的所有者权益主要由未分配利润、实收资本和资本公积构成, 上述科目分别占所有者权益的比重为 43.83%、30.30% 和 16.48%。截至 2017 年末, 公司未分配利润 33.93 亿元, 同比增长 19.10%, 主要系公司利润留存所致; 实收资本 23.46 亿元, 与上年末一致; 资本公积 12.76 亿元, 同比增长 1.80%。

总体来看, 随着公司项目开发持续投入, 公司资产与债务规模均有所增长, 财务杠杆比率处于较

高水平，但债务期限结构得到优化。

流动性

截至 2017 年末，公司流动资产合计为 314.05 亿元，同比增长 17.02%，占总资产的比重为 91.42%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2017 年末两项占流动资产的比重为 90.84%，较上年末上升 2.14 个百分点。

表 5：2015~2017 年公司流动资产分析

指标	2015	2016	2017
流动资产/总资产	96.19%	95.53%	91.42%
存货/流动资产	85.48%	68.23%	67.56%
货币资金/流动资产	9.20%	20.47%	23.28%
(存货+货币资金)/流动资产	94.68%	88.70%	90.84%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，2017 年公司存货规模保持增长，年末存货净额为 212.18 亿元，同比增长 15.87%。其中，房地产开发成本 149.51 亿元，占存货比重 70.47%，较上年同期下降 5.76 个百分点；房地产开发产品 62.65 亿元，由于 2017 年北京西红世、北京华中心、西安海蓝城五期等项目的陆续竣工，导致其开发产品占存货比重升至 29.53%，较上年同期上升 5.75 个百分点。值得关注的是，公司在西安、长沙等城市已竣工项目占比仍然较高，且部分项目竣工时间较早，需关注其部分区域项目去化情况。

表 6：2015~2017 年公司存货分析

单位：亿元

指标	2015	2016	2017
存货	177.22	183.12	212.18
开发成本	139.35	139.58	149.51
开发成本/存货	78.63%	76.22%	70.47%
开发产品	37.87	43.53	62.65
开发产品/存货	21.37%	23.77%	29.53%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，在“快速开工、快速建设及快速营销”经营策略的执行下，公司资产周转率仍维持较好水平。2017 年公司存货周转率为 0.38 次，总资产周转率为 0.24 次。

表 7：2015~2017 年公司周转率相关指标

指标	2015	2016	2017
存货周转率（次/年）	0.34	0.34	0.38
总资产周转率（次/年）	0.35	0.31	0.24

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，2017 年受合作项目款支出较上年增加的影响，公司经营性净现金流 6.84 亿元，同比下降 68.26%，同期经营性净现金流/短期债务为 0.21 倍，经营性净现金流可对短期债务形成一定保障。货币资金方面，受益于成功发行中期票据和长期借款增加带来的筹资性现金流入，2017 年末公司的货币资金同比大幅上升 33.06% 至 73.10 亿元，同期末货币资金/短期债务为 2.28 倍，货币资金可对短期债务形成覆盖。

总体来看，随着项目开发投入持续增加，公司存货规模持续上升，同时其资产周转效率仍处于较好水平，年末货币资金较为充足，可对短期债务形成良好覆盖。同时，中诚信证评也关注到，公司部分项目竣工时间较早，需对其去化情况保持关注。

盈利能力

2017 年，除原有竣工项目外，北京华中心、西安海蓝城五期、北京西红世等项目陆续竣工达到结转条件，当年公司实现营业收入 99.04 亿元，同比增长 30.17%。其中开发产品收入为 96.76 亿元，较上年增加 29.49%；租赁产品收入⁵1.36 亿元，同比增长 11.11%。营业毛利率方面，2017 年开发产品和租赁产品毛利率分别为 27.59% 和 38.65%，其中开发产品毛利率增长 9.31 个百分点，主要系公司利润空间较小的政策房结转收入占比下降所致。综合上，2017 年公司毛利率为 28.02%，较上年增长 9.06 个百分点。另 2018 年 1~3 月，公司营业收入 5.61 亿元，同比增长 60.70%；营业毛利率 28.67%，较上年同期增长 1.76 个百分点。

图 4：2015~2018.Q1 公司收入及成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

⁵ 包括自持物业部分和委托经营部分

费用控制方面,2017年公司期间费用整体仍呈现一定增长。其中,管理费用增至2.49亿元,主要系管理费用中开办费及管理人员薪酬增加所致;财务费用0.56亿元,系本年度有息债务增加所致;销售费用下降至1.97亿元,主要是由于当年广告费及营销推广费减少所致。综上,2017年公司期间费用合计5.02亿元,占营业收入比重为5.07%,占比较上年上升0.97个百分点,公司期间费用控制能力较强。

表 8: 2015~2018.Q1 公司期间费用分析

单位: 亿元

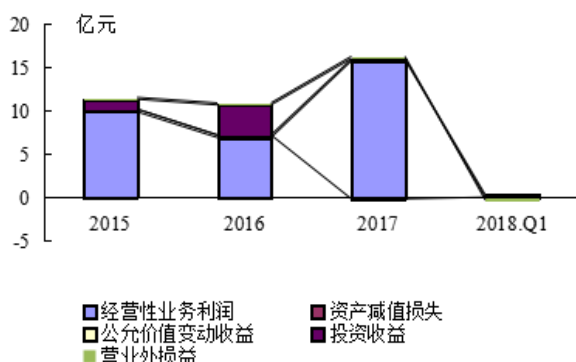
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	1.61	2.16	1.97	0.75
管理费用	1.07	1.05	2.49	0.63
财务费用	-0.06	-0.09	0.56	-0.19
三费合计	2.63	3.12	5.02	1.19
营业总收入	74.49	76.08	99.04	5.61
三费收入占比	3.53%	4.10%	5.07%	21.14%

注: 由于数据经四舍五入处理,故单项求和项与合计数存在尾差情况

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润方面,公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。其中,2017年公司经营性业务利润15.75亿元,受益于利润空间较小的政策房结转收入占比下降,同比增长128.58%;投资收益方面,2017年公司取得投资收益0.26亿元,主要为处置子公司华远盈都房地产开发有限公司而获得的投资收益。综上,2017年公司取得利润总额16.10亿元,同比增长50.52%;同期,公司所有者权益收益率为14.88%。另2018年1~3月,公司实现利润总额0.01亿元。

图 5: 2015~2018.Q1 公司利润总额变化及其构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看,2017年公司营业收入保持增长,同时得益于毛利空间相对低的政策房结转占比的下降,其毛利水平得到较大幅度的回升,经营性业务盈利能力较强。

偿债能力

从主要偿债指标来看,2017年公司EBITDA为17.58亿元,同比大幅增长59.34%,主要系当年利润总额大幅增长所致;2017年总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为9.97倍和2.43倍,公司经营所得对利息支出仍可形成较好保障。

表 9: 2015~2018.Q1 公司偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务(亿元)	24.71	45.07	43.80	34.01
长期债务(亿元)	86.69	80.68	131.43	140.95
总债务(亿元)	111.40	125.75	175.23	174.96
EBITDA(亿元)	11.48	11.03	17.58	-
经营净现金流利息倍数(X)	-0.26	2.92	0.95	-
经营净现金流/总债务(X)	-0.02	0.17	0.04	-0.51
总债务/EBITDA(X)	9.70	11.40	9.97	-
EBITDA利息倍数(X)	1.35	1.49	2.43	-

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面,公司与中行、建行、交行等多家银行机构建立了良好的合作关系,截至2017年末,公司拥有的银行授信总额为95.21亿元,其中未使用授信余额为22.72亿元。同时,2017年公司还通过发行中期票据形式进行融资,融资渠道进一步多元化且平均融资成本降低至5.61%。此外,公司控股股东北京市华远集团有限公司(以下简称“华远集团”)持续给予公司融资方面的支持。2017年末,华远集团为公司提供的股东借款余额为11.75亿元;华远集团2017年度为公司(含公司的控股子公司)提供融资担保(包括银行贷款担保和其他对外融资担保)总额不超过50亿元,截至2017年末,华远集团为公司及控股子公司提供的融资担保共计7.36亿元。

或有负债方面,截至2017年12月31日,公司对外担保余额(不含对子公司)46.87亿元,其中对银行向商品房购买人发放的余额为40.87亿元抵押贷款提供保证,该担保为阶段性连带担保,或有负债风险可控;此外,公司对控股股东华远集团

提供 6 亿元的担保⁶。

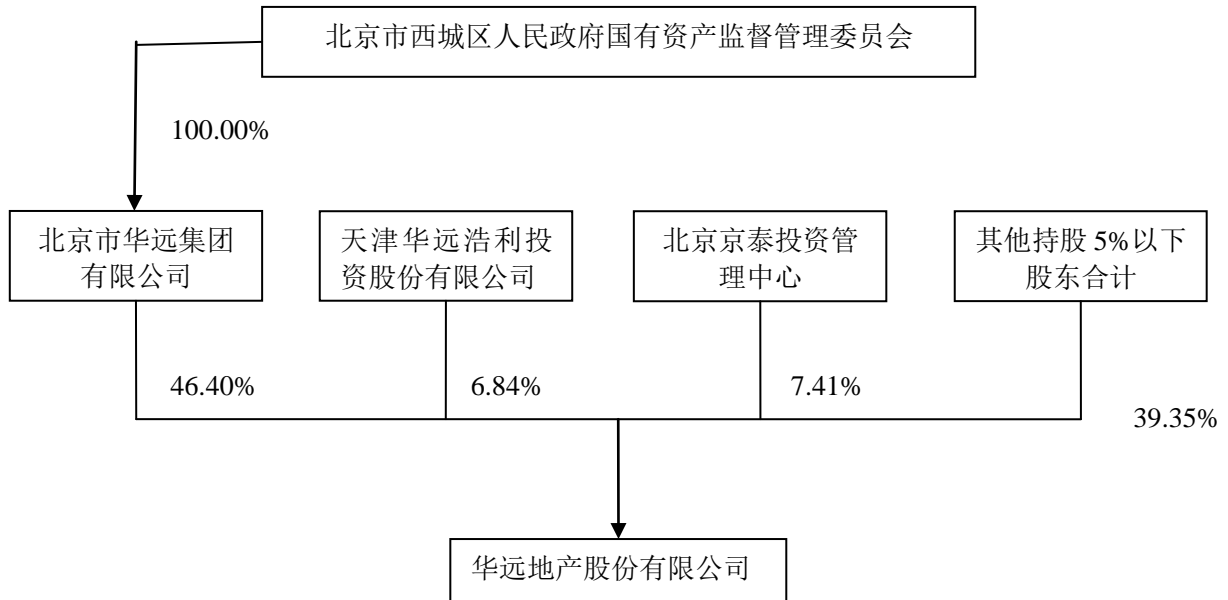
总体而言，2017 年受房地产市场调控政策及公司调整销售节奏影响，公司签约销售金额同比有所下降，同时随着业务规模的进一步扩大，公司债务规模亦有所提升，但考虑到公司持续有力的股东支持、相对合理优化的土地储备资源以及较强的盈利能力，中诚信证评认为华远地产具备较强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评维持华远地产股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望稳定；维持“华远地产股份有限公司 2014 年公司债券”信用级别为 **AA**。

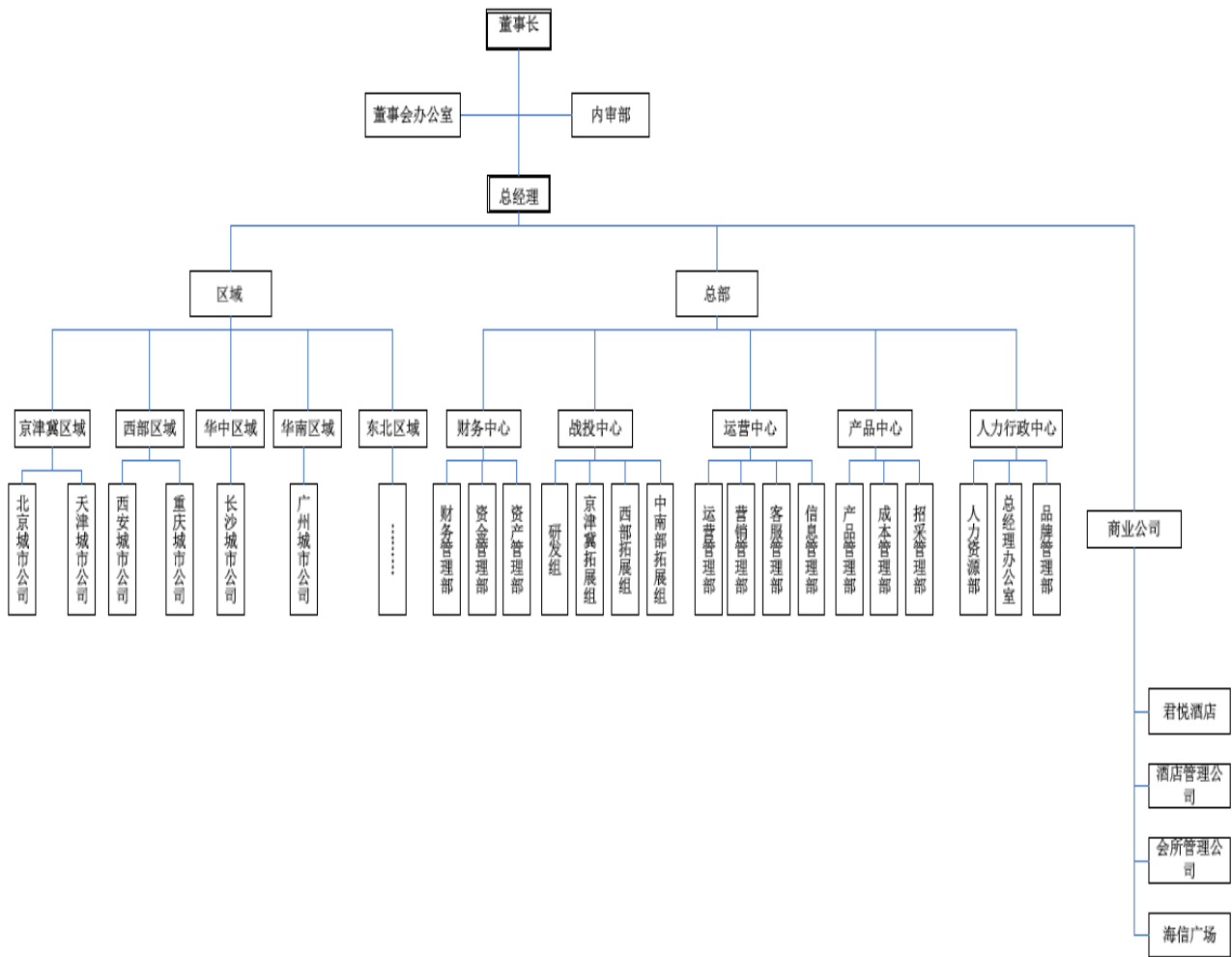
⁶ 到期日为华远集团购买的门头沟区门头沟 MC08-014/15 地块项目物业办理完毕房屋抵押登记手续之日

附一：华远地产股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



注：北京市华远集团有限公司与天津华远浩利投资股份有限公司为一致行动人

附二：华远地产股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：华远地产股份有限公司（合并报表）主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	190,641.85	549,341.48	730,978.49	484806.55
应收账款净额	11,084.78	41,723.79	11,463.63	11252.99
存货净额	1,772,211.27	1,831,170.96	2,121,769.04	2373649.11
流动资产	2,073,172.62	2,683,813.26	3,140,477.63	3191270.33
长期投资	21,709.53	65,816.78	71,273.84	70823.80
固定资产合计	46,168.45	33,313.66	190,156.94	188936.28
总资产	2,155,258.13	2,809,428.32	3,435,298.96	3487426.69
短期债务	247,072.58	450,674.86	320,479.78	340103.83
长期债务	866,891.01	806,787.03	1,431,793.31	1409451.78
总债务（短期债务+长期债务）	1,113,963.59	1,257,461.89	1,752,273.09	1749555.61
总负债	1,684,507.68	2,101,643.45	2,661,124.28	2713562.92
所有者权益（含少数股东权益）	470,750.45	707,784.87	774,174.68	773863.78
营业总收入	744,900.24	760,840.99	990,378.69	56125.20
三费前利润	124,990.74	100,100.60	207,680.22	12652.92
投资收益	13,200.43	36,590.76	2,562.68	811.24
净利润	81,785.06	77,332.20	115,222.63	-310.91
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	114,788.16	110,331.49	175,797.72	-
经营活动产生现金净流量	-22,110.15	215,470.93	68,394.97	-222250.19
投资活动产生现金净流量	-65,573.49	-81,490.89	22,994.94	6167.93
筹资活动产生现金净流量	-3,552.41	226,106.93	90,375.95	-29391.22
现金及现金等价物净增加额	-91,236.05	360,112.84	181,765.86	-245473.48
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	23.34	18.96	28.02	28.67
所有者权益收益率（%）	17.37	10.93	14.88	-0.16
EBITDA/营业总收入（%）	15.41	14.50	17.75	-
速动比率（X）	0.29	0.64	0.83	0.63
经营活动净现金/总债务（X）	-0.02	0.17	0.04	-0.51
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.09	0.48	0.21	-2.61
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.26	2.92	0.95	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.35	1.49	2.43	-
总债务/EBITDA（X）	9.70	11.40	9.97	-
资产负债率（%）	78.16	74.81	77.46	77.81
总资本化比率（%）	70.29	63.98	69.36	69.33
长期资本化比率（%）	64.81	53.34	64.91	64.56

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务已经年化处理；

3、华远地产 2015-2017 年末的其他应付款中有息部分已相应调整至短期债务和长期债务中。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$

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的保护较小，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

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

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，中诚信证评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。