

信用评级公告

联合〔2021〕3398号

联合资信评估股份有限公司通过对华远地产股份有限公司及其拟发行的2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）的信用状况进行综合分析和评估，确定华远地产股份有限公司主体长期信用等级为AA，华远地产股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年五月二十四日

华远地产股份有限公司 2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期） 信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过21亿元（含21亿元）

本期债券期限：3年

担保方：北京金融街资本运营中心

担保方式：无条件不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还到期和回售的公司债券本金

评级时间：2021年5月24日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		4
			偿债能力	3
调整因素和理由			调整子级	
股东背景较为雄厚，为公司在业务资源和资金上持续提供支持			+1	

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华远地产股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市西城区国资委”）旗下房地产业务运营主体之一，具有丰富的房地产开发经验以及良好的品牌影响力，近年签约销售金额持续增长。同时，联合资信也关注到房地产行业持续调控、公司债务负担较重、在建支出压力较大、补库存需求较大、三条红线指标均超标，未来融资空间有限等因素对其信用水平产生的不利影响。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较高。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由北京金融街资本运营中心（以下简称“资本运营中心”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。资本运营中心作为北京市西城区重要的国有资本运营主体，品牌知名度较高，房地产项目区位优势明显，在金融街拓展区的土地一级开发和基础设施建设领域具有垄断优势，其担保显著提升了本期债券偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司的主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极强。

优势

1. 股东背景较强，支持力度较大。公司控股股东为北京市华远集团有限公司，实际控制人为北京市西城区国资委，股东背景较强。公司在资金流动性方面持续获得股东的支持。
2. 近年签约销售金额持续增长。公司近年签约销售面积和销售金额持续增长，为未来结转收入和利润的增长提供了基础。
3. 担保方实力很强。担保方资本运营中心作为北京市西

分析师:

张文韬 登记编号 (R0040219120001)

卢瑞 登记编号 (R0040219010003)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

城区国资委下属的国有资本运营企业,持续获得西城区国资委在资本金注入、股权划转及政府补助等方面的支持,并建立了较强的品牌影响力,其担保显著提升了本期债券偿付的安全性。

关注

1. **房地产调控政策持续且行业竞争加剧。**在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下,房地产行业竞争加剧,利润空间不断收窄。在此背景下,公司仍处于战略扩张期,加大了其经营风险。
2. **布局区域房地产市场景气度一般。**2018—2020年,公司在天津、重庆、银川和河北拿地较多,以上区域房地产市场景气度一般,未来可能有一定去化压力。
3. **公司土地储备体量较少,销售回款率低。**从近年开工力度来看,公司目前土地储备较少,存在补库存需求;2018—2020年,公司销售面积和销售金额持续增长,但回款率一直处于较低水平。
4. **在建项目支出压力较大。**截至2020年底,公司在建项目尚需投资241.61亿元,未来有较大资本支出压力。
5. **债务负担较重,偿债能力指标表现较弱,短期债务和非标融资占比较高。**公司近年面临战略转型,加快发展,拿地力度较大,导致债务负担较重,短期债务和非标融资占比较高,大部分债务将于两年内到期,长期和短期偿债能力指标表现均较弱。目前公司三条红线均超标,未来融资空间有限。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	100.76	70.96	75.71	63.13
资产总额（亿元）	496.65	584.79	616.37	615.36
所有者权益（亿元）	85.72	92.47	95.51	99.68
短期债务（亿元）	149.48	179.03	131.64	111.54
长期债务（亿元）	135.01	147.70	157.72	169.49
全部债务（亿元）	284.48	326.73	289.36	281.04
营业收入（亿元）	68.31	74.22	77.31	15.07
利润总额（亿元）	10.55	10.01	6.34	0.68
EBITDA（亿元）	11.44	11.92	8.01	--
经营性净现金流（亿元）	-31.02	-42.55	63.14	-1.10
营业利润率（%）	22.69	20.91	21.55	11.59
净资产收益率（%）	8.57	7.67	2.93	--
资产负债率（%）	82.74	84.19	84.50	83.80
全部债务资本化比率	76.85	77.94	75.18	73.82
流动比率（%）	164.53	153.57	141.75	147.42
经营现金流动负债比	-11.26	-12.37	15.75	--
现金短期债务比（倍）	0.67	0.40	0.58	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	0.96	0.68	0.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	24.87	27.40	36.12	--
公司本部（母公司）				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额（亿元）	182.33	224.17	166.35	180.04
所有者权益（亿元）	45.84	47.73	45.75	45.56
全部债务（亿元）	134.11	172.55	119.22	120.28
营业收入（亿元）	0.00	0.06	0.02	0.00
利润总额（亿元）	4.96	4.71	1.00	-0.17
资产负债率（%）	74.86	78.71	72.50	74.69
全部债务资本化比率	74.53	78.33	72.27	72.53
流动比率（%）	275.73	214.37	172.07	225.00
经营现金流动负债比	-15.13	-45.51	78.17	--

注：1. 本报告部分合计尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 公司2021年1-3月财务数据未经审计，相关指标未予年化；4. 2018—2019年合并报表其他应付款中的有息债务计入短期债务计算，2020年及2021年一季度其他应付款中的有息部分实际主要在1~2年到期，计入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2021/03/12	卢瑞 张文韬	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
AA	稳定	2021/01/15	卢瑞 张文韬	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

声 明

一、本报告引用的资料主要由华远地产股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

华远地产股份有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）

信用评级报告

一、主体概况

华远地产股份有限公司（以下简称“公司”或“华远地产”）前身为湖北幸福（集团）实业股份有限公司（以下简称“幸福实业”）。幸福实业于 1996 年经湖北省人民政府鄂〔1996〕38 号和鄂政函〔1996〕85 号文批准，由幸福实业集团公司、深圳中农信投资实业公司、湖北省国际信托投资公司、湖北环保（集团）股份有限公司及湖北省潜江市制药厂作为发起人，以社会募集方式设立，总股份 8000 万股。1996 年经中国证监会批准，幸福实业于同年在上海证券交易所挂牌交易，股票代码为 600743.SH。2008 年，幸福实业经中国证监会批准，吸收合并北京华远地产股份有限公司，并于 2008 年完成登记，2008 年 10 月，幸福实业更名为现名。后经配股、增资，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本增至 23.46 亿元。公司控股股东为北京市华远集团有限公司（以下简称“华远集团”），持有公司 46.40% 股份，公司第三大股东为天津华远浩利投资股份有限公司（以下简称“天津华远”），是由华远集团高管共同出资成立，与华远集团为一致行动人，持有公司 6.84% 股份，公司最终控制人为北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市西城区国资委”）。截至 2021 年 5 月 12 日，华远集团持有公司股份的 48.23% 已质押。公司股权结构见附件 1-1。

公司主营业务以房地产开发销售为主。

截至 2021 年 3 月底，公司内设六大中心，分别为财务中心、战投中心、运营中心、产品中心、人力行政中心和董事会事务中心；职能部门合计 17 个。区域公司方面，目前划分为四大区域，分别为京津冀区域、西部区域、华中区域和华南区域。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 616.37 亿元，所有者权益合计 95.51 亿元（含少数股东权益 6.37 亿元）；2020 年公司实现营业收入 77.31 亿元，利润总额 6.34 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 624.37 亿元，所有者权益 99.68 亿元（含少数股东权益 6.33 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 15.07 亿元，利润总额 0.68 亿元。

公司注册地址：北京市西城区北展北街 11 号华远企业中心 11#楼；法定代表人：王乐斌。

二、本期债券概况

经上海证券交易所审核，并经中国证监会于 2020 年 9 月 14 日印发的“证监许可〔2020〕2204 号”批复同意注册，公司获准向专业投资者公开发行面值总额不超过 64 亿元的公司债券。本期债券名称为“华远地产股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）”，拟发行不超过 21 亿元（含），发行期限为 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。

本期债券募集资金扣除发行费用后，将全部用于偿还到期和回售的公司债券本金。

本期债券由北京金融街资本运营中心（以下简称“资本运营中心”）提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，

全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为,通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗,支持“两新一重”领域基建,提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活,维护市场流动性合理充裕,引导 LPR 下行,降低企业信贷成本;创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息,为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下,我国 2020 年一季度 GDP 下

降 6.80%,二季度疫情得到迅速控制,此后进入常态化防控,各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%,经济逐季复苏,全年累计增长 2.30%,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲,主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动,但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率; 4. 城镇失业率统计中, 2016-2017 年为城镇登记失业率, 2018 年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数

资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力, 消费拖累全年经济增长。2020 年, 社会消费品零售总额 39.20 万亿元, 同比下降 3.90%, 为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面, 2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元, 同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%, 为历史同期最低水平; 基础设施建设投资(不含电力)增速为 0.90%, 较上年(3.80%)大幅下滑, 处历史低位; 房地产开发投资增速为 7.00%, 较上年(9.90%)有所下滑, 是投资增长的主要支撑。外贸方面, 2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元, 同比增长 1.90%, 外贸规模创历史新高。其中, 出口额 17.93 万亿元,

同比增长 4.00%; 进口额 14.22 万亿元, 同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元, 较上年(2.91 万亿元)大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元, 分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%, 东盟成为我国最大贸易伙伴, 对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升, 服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%, 在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%,

较上年(-3.30%)转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善,其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长(同比增长16.90%),主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1-11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%,较上年同期增幅(9.40%)明显回落,服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%,其中第三产业增加值同比增长较上年(7.20%)回落幅度最大,对GDP累计同比的贡献率(47.30%)也大幅下降16.20个百分点,主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落,生产者价格指数同比降幅扩大。2020年,居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨2.50%,涨幅较上年(2.90%)有所回落,其中食品价格上涨10.60%,涨幅比上年回升1.40个百分点;非食品价格上涨0.40%,涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI(不包括食品和能源)温和上涨0.80%,涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.80%,工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降2.30%,降幅较上年(-0.30%和-0.70%)均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降, M2 增速显著上升。截至2020年底,社会融资规模存量284.83万亿元,同比增长13.30%,增速较上年末(10.69%)显著提高,为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看,2020年新增社会融资规模34.86万亿元,比上年多增9.29万亿元。分季看,各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元,呈逐季下降的趋势,其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点,显示货币政策在回归常态。货币供应量方面,截至2020年底, M2 余额218.68万亿元,同比增长10.10%,较上年末增速(8.70%)

显著上升。同期 M1 余额62.56万亿元,同比增长8.60%,较上年末增速(4.40%)大幅提高,说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年,全国一般公共预算收入18.29万亿元,同比下降3.90%,降幅逐季收窄,下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元,同比下降2.30%;非税收入2.86万亿元,同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元,同比增长2.80%,增幅较上年(8.10%)显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元,同比增长10.90%;卫生健康支出1.92万亿元,同比增长15.20%;债务付息0.98万亿元,同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著,主要受疫情及疫情防控影响,同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元,上年缺口为4.85万亿元,受疫情冲击的特殊影响,2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元,同比增长10.60%,较上年(12.00%)有所下滑;全国政府性基金支出11.80万亿元,同比增长28.80%,增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和,居民收入增幅放缓。2020年,在疫情影响下,服务业呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%,年内逐季回落,与上年同期持平,表现出我国经济和就业的韧性,就业压力趋于缓和。2020年我国城镇居民人均可支配收入4.38万元,实际同比增长1.20%,增速较上年(5.00%)大幅下滑,对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署,2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操

作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口

有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019—2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020年，全国房地产开发投资完成额14.14万亿元，累计同比增长7.00%，增速较2019年下降2.90个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额10.44万亿元，累计同比增长7.6%，增速相较于2019年下降13.90个百分点；办公楼完成投资额0.65万亿元，累计同比增长5.4%，增速相较于2019年提升2.60个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降1.1%，相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达92.68亿平方米，同比增长3.70%，增速相较于2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

从销售情况来看，2020年，商品房销售面积17.61亿平方米，同比增长2.60%。其中，住宅销售面积15.49亿平方米（占87.96%），

同比增长3.20%，增速较2019年增长1.70个百分点。2020年，商品房销售金额为17.36万亿元，同比增长8.60%，增速较2019年增长2.20个百分点。其中，住宅销售金额15.46万亿元，同比增长10.80%，增速较2019年增长0.50个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020年，房地产开发企业土地购置面积2.55亿平方米，同比下降1.10%；土地成交价款17268.83亿元，累计同比增长17.40%，基本恢复至2018年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020年1—3月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款977.49亿元，同比下降18.10%；4月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020年，房地产开发到位资金合计19.31万亿元，同比增长7.60%，

增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金

合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行

发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 3 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产市场长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，

加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强

对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于

购房。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见表4。

表4 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司控股股东华远集团持有公司46.40%股份，公司第三大股东为天津华远，是由华远集团高管共同出资成立，与华远集团为一致行动人，持有公司6.84%股份，公司最终控制人为北京市西城区国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司品牌知名度较高，控股股东对其支持力度较大。

“华远”品牌创立于20世纪80年代，公司经营时间久，曾多次获得“中国房地产名牌企业”“中国房地产区域房地产品牌价值TOP10”“地产杰出贡献企业”“中国责任地产TOP100”等荣誉，是在行业内外享有盛誉的老牌房企。

项目开发方面，公司陆续在北京开发了以盈都大厦、铭悦园、铭悦好天地、澜悦、和墅、西红世及华中心为代表的高品质项目，公司于2006年开始布局北京以外的区域，进入天津、

长沙、西安、重庆、广州、佛山、涿州和银川等城市，业务集中度有所下降。2018—2020年，公司分别实现并表口径签约销售金额120.45亿元、150.77亿元和191.39亿元。

股东背景及股东支持方面，公司是北京市西城区国资委下属重要的房地产开发业务运营平台，公司控股股东华远集团为北京市西城区国资委控股企业。华远集团对公司支持力度较大，每年为公司（含公司的控股子公司）提供一定额度的融资担保，截至2020年底，华远集团为公司（包含公司控股子公司）提供融资担保合计7.36亿元；另外，华远集团为公司提供股东借款，2018—2020年底，华远集团为公司提供股东借款余额分别为11.75亿元、15.00亿元和8.00亿元，股东借款含息，资金成本与华远集团一致。根据公司于2021年5月18日发布的《华远地产股份有限公司关于控股股东为公司提供融资担保的关联交易公告》，该关联交易使公司取得大股东提供的融资支持，有利于公司补充公司资金来源，股东未来对公司支持力度将有所增强。

3. 人员素质

公司高级管理人员整体素质较高，具有多年行业从业经验和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工构成较合理，能够满足目前经营需要。

截至2021年5月10日，公司有董事9人，监事5人，高级管理人员3人。公司高级管理人员均有丰富的行业经验和管理经验。

王乐斌先生，1967年出生，硕士学历，2002年4月任西城区建委党组成员、副主任；2011年12月任西城区住房城市建设委党组副书记、主任；2012年3月兼任区重大办党组书记、常务副主任，区建设中心主任；2017年5月任月坛街道工委书记；2019年11月晋升为一级调研员；2020年12月1日起任华远集团党委书记、董事长；2021年1月至今任公司董事长。

李然先生，1973年出生，硕士学历，1994年加入公司，历任建功南里项目、西单文化广场项目、华清嘉园项目的项目经理、北京市首旅华远房地产开发有限公司项目总监等职务；2007年2月至2010年1月任北京市华远置业有限公司西安公司总经理；2010年1月至2018年2月任公司副总经理；2018年2月至今任公司董事兼总经理。

截至2021年3月底，公司在职工800人（包含退休返聘人员，不含董事长、残疾人员、临时人员以及实习人员），其中工程人员占29.75%，技术人员占8.88%，销售人员占9.00%，财务人员占13.13%，运管管理占30.75%，其他人员占8.50%（含行政、人力、后勤、外联、司机、安保等）；从文化程度看，本科及以上学历占84.75%，大专及大专以下学历占15.25%；从年龄来看，50岁及以上占3.38%，30至50岁占80.50%，30岁及以下占16.12%。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：420508000007448），截至2021年5月10日，公司未结清信贷记录中不存在不良或关注类信贷信息，已结清信贷记录中有4笔不良借款，根据公司提供的说明，均为借

壳上市公司所产生。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司作为上市公司，法人治理结构比较完善，能够为公司正常经营提供保障。

公司根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和管理层组成的法人治理体系。

公司股东大会享有法律法规和公司章程规定的合法权利，是公司的最高权力机构。董事会成员9人，其中董事长1人，董事任期三年，任期届满时可以连任；董事会对股东大会负责，按相关规定行使职权。监事会5人，包括3名股东代表监事和2名职工代表监事，设监事会主席1人。监事会检查公司财务并对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司高级管理人员由董事会聘任，总经理全面负责公司经营管理活动并对董事会负责，组织实施董事会决议，公司经营计划和投资方案，拟定内部管理机构设置方案及基本管理制度等。

2. 管理水平

公司内部管理制度较为健全，财务制度规范，整体管理运作情况良好。

在内部控制方面，公司在财务管理、资金管理、运营管理、产品品质管理以及工程质量管理等方面建立了一系列的规章制度。

财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，按照《会计法》《企业会计准则》等有关规定，结合公司实际情况制定了《财务管理制度》《会计核算制度》《总部对城市公司财务管理规定》等基本管理制度，并在此基础上制定了具体的管理办法，规范了财务核算流程。公司制度明确了各机构和岗位的职责权限，确保各不相容职位分离、职责分离、钱账分离、账物分离，形成相互制衡机制，保证相关控制的有效执行。公司总部财务管理部持续优化内部工作流程，规范财务

管理，并联合资金管理部继续对各城市公司进行财务巡检，对各财务部门进行实地指导，加强会计规范、提高会计信息质量。

资金管理方面，在国家相关法规及公司有关规章制度的框架下，公司制定了《资金管理制度》等基本管理制度及具体管理办法，在资金管理体系、岗位设置与职责分离、资金调配、资金收付、投融资、按揭担保、现金及银行账户管理、备用金管理、资金计划申报与执行等各方面明确了相应规范和要求，以反映和监督资金活动全过程，从而保障公司资金需求与使用，实现内部资金高度融通，提高资金使用效益，保证资金安全，控制财务风险。

在运营管理方面，公司不断完善并修订《公司组织管理手册》《授权手册》及业务流程体系文件，提高了授权文件使用效率，进一步加强了总部各业务体系的专业指导与协调作用。修订后的业务流程体系文件共15大类、68个文件，包括20个流程和48个作业指引。业务范围涉及研发论证及投资决策类、运营管理类、营销管理类、成本管理类、采购管理类、客服管理类、资产管理类、商业管理类、风控管理类、财务资金管理类、内控审计类等各个业务领域，涵盖了战略规划、项目论证、定位策划、规划设计、施工建设、营销售后、物业管理各阶段，保证了项目开发建设全过程业务工作均处于受控状态。

在产品品质管理及工程质量管理方面，2018年，公司完成集团级、区域级设计合作供方库建立，形成跨区域资源共享，完成华远地产产品线搭建，形成《华远地产产品线技术手册》6册，用于指导住宅项目设计及开发的技术标准、设计原则、成本限额、标准模块等信息，提升项目定位决策效率；形成《华远地产住宅产品线读本》4册，作为技术手册的补充，从客户描摹及需求出发，阐述了品系产品特征、产品价值观等相关内容。公司制定了《工程管理流程》《城市公司工程检查管理作业指引》《施工过程关键工序检查管理作业指引》等13个工程管理类作业指引，明确了施工各环节的管理职责，从工程施工组织设计审查、关键工序检查管理、工程营造

全过程管理与监督、工程竣工验收与物业接管等方面加强了监督与检查力度，确保了项目的施工过程处于受控状态，使项目的工程质量、进度、成本及资源得到最合理的控制。

在总部对城市公司的财务管理方面，公司制定了《总部对城市公司财务管理规定》，对适用范围、公司总部对城市公司的财务管理职责、城市公司的财务管理职责、会计机构及人员设置、会计政策和核算原则、资产管理、资金管理、预决算管理、会计档案管理、会计人员交接、管理控制与考核等做了全面细致的规定。

此外，公司的《公司章程》《股东大会议事规则》《董事会议事规则》对公司投融资事项及对外担保事项审批权限、审批程序进行了明确规定，公司的《财务管理制度》对投资、筹资、担保在审批权限、整体原则、具体执行、风险防范等方面做了进一步的详细规定。

七、经营分析

1. 经营概况

随着房地产结转收入的增长，公司营业收入逐年增长，房地产毛利率近三年保持稳定。

公司主营业务为房地产开发、销售及租赁，开发的产品涉及住宅、写字楼、商业、酒店等多种物业类型，以住宅为主。截至2021年3月底，公司已进入北京、天津、涿州、长沙、西安、重庆、广州、佛山、银川、石家庄以及任丘等城市。

2018—2020年，公司营业收入逐年增长，其中房地产开发产品业务收入占比均维持在90%以上，公司主营业务十分突出。

从营业收入构成来看，2018—2020年，公司房地产开发产品业务收入逐年增长；公司房地产租赁业务对收入贡献不大但近三年总体保持稳定；公司酒店经营收入基本保持稳定。

毛利率方面，2018—2020年，公司房地产开发产品业务毛利率变化不大；公司房地产租赁业务毛利率波动幅度较大，2019年租赁业务毛利率下降较快主要系租赁成本增加所致。在上述因素共同影响下，2018—2020年，公司综合毛利率逐年小幅下降。

表5 2018—2020年公司营业收入及毛利率情况

(单位:亿元、%)

业务类别	2018年			2019年			2020年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
房地产开发	63.59	93.09	26.41	69.68	93.88	26.61	72.76	94.11	26.65
酒店经营	1.91	2.80	30.81	1.89	2.55	22.44	1.95	2.52	19.61
房地产租赁	1.23	1.80	40.16	1.31	1.77	19.77	1.22	1.58	29.08
其他业务	1.57	2.30	--	1.33	1.79	--	1.38	1.79	--
合计	68.31	100.00	28.15	74.22	100.00	27.48	77.31	100.00	27.17

注:合计数与分项数之和的尾差系四舍五入产生

资料来源:公司提供,联合资信整理

2. 土地储备情况

2018—2019年,公司项目拓展力度有所加强,拓展区域以二三线城市为主,2020年受新冠肺炎疫情影响,公司拓展力度有所减弱。相较于公司近年的销售均价,公司项目仍存在良好的获利空间;从近年开工力度来看,公司目前土地储备较少,有补库存需求。

拿地方式方面,公司主要通过公开市场招拍挂及股权收购等方式进行土地储备。

2018—2019年,为补充存货,公司拿地力度较大,拿地面积有所上升,2019年土地价款规模较2018年有所下降,2020年因新冠肺炎疫情影响,公司拿地较为谨慎,仅新获取三块土地。2018—2020年,公司新增土地楼面均价有所下降,从公司近年销售均价来看,土储楼面价处于合理水平。从区域来看,2018年,公司在天津、重庆、长沙、佛山、银川和涿州等地获取项目;2019年,公司拿地区域主要为重庆、银川、石家庄、任丘以及涿州;2020年公司三块新增土储分别位于银川、长沙和西安。

表6 2018—2020年公司拿地情况

项目	2018年	2019年	2020年
新增项目数(个)	12	7	3
新增土地规划建筑面积(万平方米)	202.47	239.59	95.62

新增土地储备价款(亿元)	94.96	87.24	15.48
新增土地楼面价(元/平方米)	4690.21	3641.13	1618.86

注:统计口径为并表口径

资料来源:公司提供

2018—2020年,公司拿地按土地面积计算,各城市占比如下表所示。其中天津、重庆、银川和河北合计占76.14%,以上地区房地产景气度一般,公司可能面临一定去化压力。

表7 2018—2020年公司拿地地区占比情况

城市	占比(%)
佛山	5.56
任丘	18.91
石家庄	8.44
天津	3.66
西安	0.34
银川	22.72
长沙	17.97
重庆	15.34
涿州	7.07
总计	100.00

资料来源:公司提供

截至2020年底,公司拟建口径土地储备建筑面积合计238.47万平方米,与2020年新开工面积对比,可支持公司1年左右的开工需求,土地储备规模有待补充。

表8 截至2020年底公司土地储备情况

(单位:万平方米)

项目名称	位置	类型	土地面积	建筑面积	开发模式
银川长河湾	贺兰县金贵镇	住宅	33.21	40.30	自主

重庆春风度二期、三期	江津区滨江新城（德感片区）	住宅	33.57	58.71	自主
长沙海蓝城二期	长沙县远大路	住宅	7.91	31.89	合作
长沙华中心南区	天心区湘江中路	住宅、商业	5.78	16.00	合作
长沙空港城项目	长沙县黄花镇临空产业集聚区临空南路	住宅、商业	30.67	91.57	自主
合计			111.14	238.47	--

资料来源：公司提供

3. 项目开发

近年来，公司新开工面积波动下降，项目竣工面积持续增长但不及新开工力度。公司在建面积持续上升，在建项目尚需支出金额较大，未来有较大资金支出压力。

公司采用总公司、区域公司、项目公司的三级管控模式，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由区域公司完成。公司对区域公司及下属项目的建设、销售等制定计划，进行管控指导并组织考核。

从产品业态来看，公司开发产品以较高品质刚需型住宅为主，同时适量开发改善型的商品住宅和商业地产等其他业态产品。

受拿地节奏下降和施工证办理节点影响，公司近三年新开工面积波动下降，但竣工规模虽有所上升但远小于新开工规模，导致在建面积持续上升。

表9 2018—2020年公司项目开发情况

（单位：万平方米）

项目	2018年	2019年	2020年
新开工面积	252.00	191.00	215.00
竣工面积	74.00	92.00	100.00
在建面积	338.00	456.00	580.00

注：期末在建面积=上期末在建面积+本期新开工面积-本期竣工面积，系在建面积含复工面积所致

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司在建项目23个，规划总投资736.50亿元，已投资494.89亿元，尚需投资241.61亿元，尚需支出金额较大。在建项目情况详见附件2。

4. 项目销售

得益于推盘项目增加，2018—2020年公司销售面积和销售金额持续增长，但回款率一直处于较低水平。

公司下辖项目的销售采用代理销售和自主

销售相结合的形式，具体采用自主销售或代理销售视项目情况而定。公司会制定年度销售计划，并分解至季度和月度，落实到区域公司和项目公司，总公司营销部门负责计划的制定、销售监督、业绩考核和人员激励。2018年以来，公司进入预售状态的项目数量增长较快，同时公司积极推盘，新增广州、重庆等区域市场的销售，有力提升了公司整体销售规模。2018—2020年，公司签约销售面积持续增长，年均复合增长40.39%；签约销售均价有所下滑；签约销售额持续增长，年均复合增长26.05%；回款率波动下降，处于较低水平。

表10 2018—2020年公司房地产销售及结转数据

项目	2018年	2019年	2020年
签约销售面积（万平方米）	95.39	121.54	188.00
签约销售额（亿元）	120.45	150.77	191.39
回款率（%）	88.00	73.00	77.00
签约销售均价（万元/平方米）	1.26	1.24	1.02
结转销售面积（万平方米）	65.58	71.02	65.34
结转销售额（亿元）	63.59	69.68	72.76
结转均价（元/平方米）	0.97	0.98	1.11

注：表中数据为并表口径；回款率包含跨期情况

资料来源：公司提供

销售区域分布方面，随着公司对北京以外区域的拓展，公司北京区域销售金额及占比均持续下滑，2018—2020年，北京区域实现签约销售额分别为10.79亿元、7.67亿元和14.04亿元，占总签约销售额的比例分别为8.96%、5.09%和7.34%。2020年，公司签约销售区域以北京（占7.34%）、长沙（占9.22%）、天津（占6.64%）、广州（占7.97%）、银川（占13.34%）以及重庆（占8.02%）等为主。

5. 房地产租赁及酒店业务

公司租赁及酒店业务保持稳定，对收入形

成稳定补充。2020年以来的新冠肺炎疫情或将对公司租赁及酒店业务形成短期的负面冲击。

公司持有物业主要以住宅配套的商业、写字楼为主。从租约期限来看，公司与租户签订的租约以5年以上的长期租约为主，租金以月付为主。2018—2020年，公司房地产租赁收入整体保持稳定；公司酒店业务收入主要来自长沙君悦酒店。

截至2020年底，公司用于出租经营的主要房产面积共计约16.44万平方米，已出租经营面积为15.71万平方米，出租率约为95.56%。

6. 关联交易

公司关联交易金额不大，从股东获得了一定资金支持。

2020年，公司从关联方采购商品、接受劳务4.47亿元，向关联方出售商品、提供劳务0.40亿元，金额不大。2020年公司从华远集团拆入资金16.98亿元，全部为向股东借款。

7. 经营效率

公司近年经营效率持续下降，经营效率指标处于行业中等偏下水平。

2018—2020年，公司存货周转次数分别为0.18次、0.14次和0.13次；流动资产周转次数分别为0.18次、0.15次和0.14次；总资产周转次数分别为0.16次、0.14次和0.13次，均呈逐年下降趋势，主要系存货增长较快所致。与同行业上市房地产公司相比，公司经营效率处于中等偏下水平。

表11 2020年同行业公司经营效率对比情况

企业简称	存货周转次数(次)	流动资产周转次数(次)	总资产周转次数(次)
福星股份	0.20	0.18	0.14
荣安地产	0.22	0.22	0.21
格力地产	0.18	0.22	0.18
华远地产	0.13	0.14	0.13

注：为便于同业比较，表中数据统一取自Wind，和附件口径有一定出入
资料来源：Wind

8. 发展战略

公司将在深耕现有城市的基础上，择机进

入经济基本面好、人口增长潜力大的城市。

公司战略布局为京津冀、西部、华中、华南四大区域。未来公司将继续发挥自身灵活优势，在控制风险、巩固发展现有城市的基础上，重点关注符合国家发展战略的城市群，紧跟国家战略节奏。公司将在京津冀、长三角、珠三角和中西部等地区选择宏观经济基本面好、人口增长潜力大、高净值收入人群较为集中和房地产市场发展可持续性较强的城市择机进入。

八、财务分析

1. 财务概况

公司2018—2020年度财务报告经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计，立信会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告出具了标准无保留意见的审计结论。公司2021年一季度财务报表未经审计。公司执行最新的财务会计准则。

2018年，公司通过非同一控制下企业合并的方式新增一家子公司；新设10家子公司，主要为项目公司。2019年，公司合并范围新增7家子公司，注销2家子公司。2020年，公司合并范围新增3家子公司。2021年1—3月，公司合并范围无变化。截至2021年3月底，公司合并范围子公司合计68家。总体看，随着公司近年来项目拓展的增长，公司合并范围子公司数量呈增长态势，考虑到公司主营业务未发生变化，财务数据仍具有一定的可比性。

截至2020年底，公司合并资产总额616.37亿元，所有者权益合计95.51亿元(含少数股东权益6.37亿元)；2020年公司实现营业收入77.31亿元，利润总额6.34亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额624.37亿元，所有者权益99.68亿元(含少数股东权益6.33亿元)；2021年1—3月，公司实现营业收入15.07亿元，利润总额0.68亿元。

2. 资产质量

随着项目的推进，公司资产总额保持增长态势。公司资产以流动资产为主，其中存货占

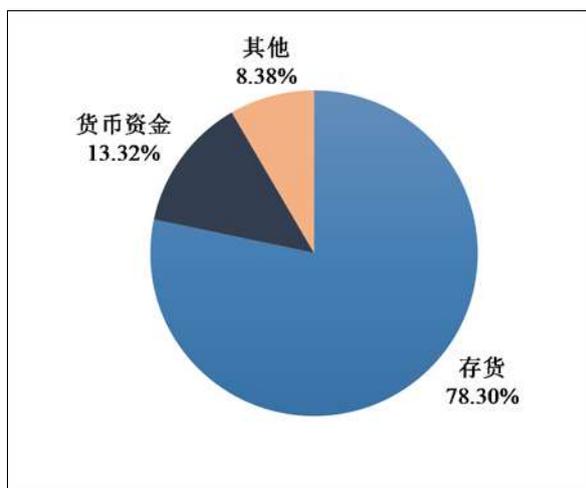
比很高。公司资产流动性较好，但受限程度较高，资产质量相对较好。

2018—2020 年末，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 11.40%，主要系公司项目的不断投入及土地购置增加所致。截至 2020 年底，公司资产总额 616.37 亿元，较上年末增长 5.40%；其中，流动资产占比较 2019 年底增长 1.87 个百分点至 92.20%，非流动资产占比下降至 7.80%。公司资产构成符合所处行业经营特征。

(1) 流动资产

2018—2020 年末，公司流动资产持续增长，年均复合增长 11.96%。截至 2020 年底，公司流动资产 568.27 亿元，较 2019 年底增长 7.58%，主要系存货增加所致。公司流动资产构成情况如图 2 所示。

图 2 截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司货币资金波动下降，年均复合下降 13.32%。截至 2020 年底，公司货币资金 75.70 亿元，较 2019 年底增长 6.98%，主要系 2020 年公司拿地力度减弱，银行存款增加所致；货币资金中有 4.25 亿元受限资金，受限比例为 5.61%，主要为预售监管及共管资金。

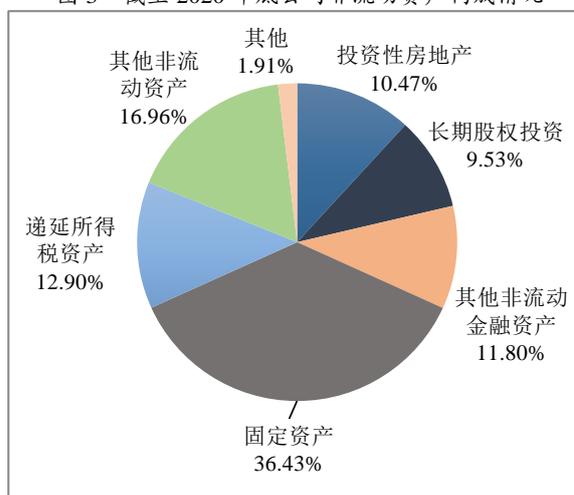
2018—2020 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 18.12%。截至 2020 年底，公司存货账面价值 444.95 亿元，较 2019 年底增长 3.79%，主要系拿地及项目陆续投入所致；存货中开发

成本占 89.46%，开发产品占 10.54%，公司对存货累计计提跌价准备 6.70 亿元，计提金额最大的项目为佛山海蓝城项目（占 35.84%）、天津海蓝城项目（占 27.61%）和长沙蓝海蓝一期项目（占 17.85%）。

(2) 非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 5.38%。截至 2020 年底，公司非流动资产 48.10 亿元，较 2019 年底下降 14.96%，主要系其他非流动金融资产下降所致。同期，公司非流动资产构成情况如图 3 所示。

图 3 截至 2020 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司其他非流动金融资产 13.85 亿元，主要系执行新金融工具准则重分类所致，主要为认购的各类基金份额。截至 2020 年底，公司其他非流动金融资产 5.68 亿元，较 2019 年底下降 59.02%。主要系认购的各类基金份额部分到期所致。

2018—2020 年末，公司长期股权投资波动中有所增长，年均复合增长 11.90%。截至 2020 年底，公司长期股权投资 4.58 亿元，较 2019 年底下降 6.53%，主要系权益法核算的长期股权投资利润减少所致。公司长期股权投资主要为对联营企业投资，期末余额较大的主要为天津兴泰聚成置业有限公司（2.73 亿元）。

2018—2020 年末，公司投资性房地产有所下降，年均复合下降 4.64%。公司投资性房地产采用成本模式计量。截至 2020 年底，公司投

资性房地产账面价值 5.03 亿元，较 2019 年底下降 7.29%，主要系出售企业号 D 座地下餐厅所致。投资性房地产主要为房屋及建筑物，累计折旧和摊销 0.52 亿元。

2018—2020 年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长 14.60%，其中 2019 年底公司固定资产较 2018 年底大幅上涨原因主要系公司在建酒店达到使用状态，转固定资产所致。截至 2020 年底，公司固定资产账面价值 17.52 亿元，较 2019 年底下降 4.32%。固定资产主要由房屋及建筑物、办公设备及其他构成，累计计提折旧 2.04 亿元，成新率 88.36%，成新率较高。

2018—2020 年末，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长 34.80%。截至 2020 年底，公司递延所得税资产 6.21 亿元，较 2019 年底增长 24.46%。

2018—2020 年末，公司其他非流动资产有所下降，年均复合下降 1.56%。截至 2020 年底，公司其他非流动资产 8.16 亿元，较 2019 年底变化不大。其他非流动资产主要为北京西红世项目，因该项目规划条件不符合销售条件，将其归入其他非流动资产，公司拟择机进行整体处置。

截至 2020 年底，公司受限资产规模为 215.75 亿元，主要为货币资金（4.25 亿元）、存货（184.37 亿元）、固定资产（17.11 亿元）和长期股权投资（10.02 亿元）。受限资产占总资产的 35.00%，受限比例较高。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 615.36 亿元，较年初下降 0.16%，较年初变化不大。其中，流动资产占 91.98%，非流动资产占 8.02%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。其中货币资金较 2020 年底下降 16.65%，主要系春节前工程款集中支付所致，经营活动现金净流出所致。投资性房地产较 2020 年底减少 14.69%，主要系公司出售宝隆大厦所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

近年公司所有者权益持续增长，所有者权益构成中未分配利润占比相对较高，所有者权益稳定性一般。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 5.56%。截至 2020 年底，公司所有者权益 95.51 亿元，较上年底增长 3.28%，主要系其他权益工具（永续债）增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.33%，少数股东权益占比为 6.67%。在所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 26.32%、4.67%、14.19%、4.62% 和 49.86%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 99.68 亿元，较上年底增长 4.37%，主要系其他权益工具增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.65%，少数股东权益占比为 6.35%。在所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 25.13%、8.62%、13.55%、4.41% 和 47.70%。所有者权益结构稳定性一般。

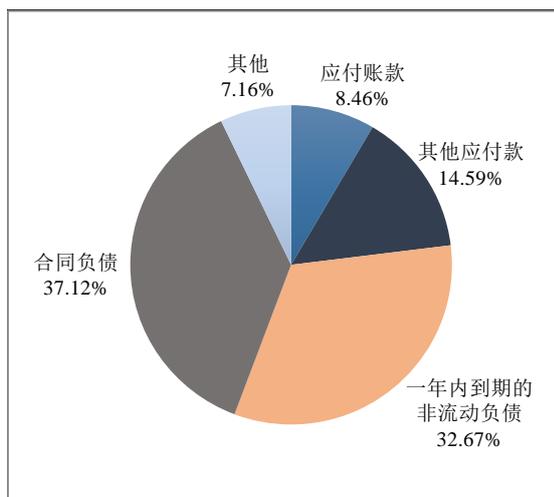
(2) 负债

公司有息债务中短期债务和非标融资占比较高，债务结构有待优化，整体债务负担较重，三条红线指标均超标，且随着公司项目的拓展力度加强，公司资金需求将持续增长，债务负担仍有进一步增长的可能。

2018—2020 年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长 12.58%。截至 2020 年底，公司负债总额 520.86 亿元，较 2019 年底增长 5.80%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 76.97%，非流动负债占 23.03%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比较 2019 年底上升 7.10 个百分点。

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 20.62%。截至 2020 年底，公司流动负债 400.90 亿元，较 2019 年底增长 16.55%，主要系新会计准则下新增科目合同负债增长所致。流动负债构成情况如图 4 所示。

图4 截至2020年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018—2020年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长20.52%，主要系公司在建规模较大，计提应付工程款增加所致。截至2020年底，公司应付账款33.92亿元，较2019年底增长33.12%，主要系应付工程款增加所致。

2018—2020年末，公司其他应付款（合计）持续下降，年均复合下降14.93%。截至2020年底，公司其他应付款（合计）58.48亿元，较2019年底下降14.16%，主要系合作项目关联往来款减少所致。按性质划分，其他应付款主要为关联往来款（52.29亿元），其他应付款主要为与合作方和公司股东的往来借款。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长21.51%。截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债130.97亿元，较2019年底下降3.83%。

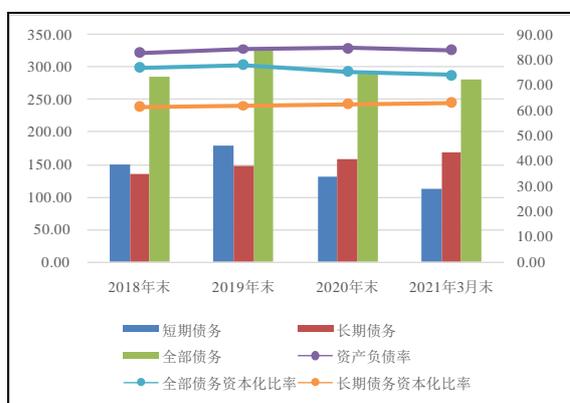
由于新会计准则变动合同负债科目重新分类，截至2020年底，公司合同负债148.82亿元，主要为项目预收款，其中金额最高项目主要有长沙华时代项目、任丘华北油田项目和天津海蓝城项目等。

2018—2020年末，公司非流动负债波动下降，年均复合下降5.87%。截至2020年底，公司非流动负债119.96亿元，较2019年底下降19.13%，主要系应付债券大幅下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占74.01%）和应付债券（占25.09%）构成。

2018—2020年末，公司长期借款逐年增长，年均复合增长17.15%。截至2020年底，公司长期借款88.78亿元，较2019年底增长25.13%，主要由抵押借款（占77.49%）和保证借款（22.50%）构成。

2018—2020年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降34.57%。截至2020年底，公司应付债券30.10亿元，较2019年底大幅下降60.78%，主要系部分应付债券转入一年内到期的流动负债所致。截至2020年底，公司存续债券期限主要集中在2~3年期。

图5 2018—2020年末及2021年3月底公司债务结构（单位：亿元、%）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2018—2020年末，公司全部债务波动增长，分别为284.48亿元、326.73亿元和289.36亿元，年均复合增长0.85%。

从债务指标看，2018—2020年末，公司资产负债率持续增长，分别为82.74%、84.19%和84.50%；全部债务资本化比率波动下降，分别为76.85%、77.94%和75.18%；长期债务资本化比率持续增长，分别为61.17%、61.50%和62.28%。

若进一步考虑到公司其他权益工具中的永续债实为债务，截至2020年底合计余额4.46亿元，将其调整为债务后，2020年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至84.62%、75.47%和62.94%。

从债务到期情况看，公司将在一年内到期的有息债务占比较大。此外，公司全部债务中信

托融资和其他融资占 39.70%，占比较高。

表 12 截至 2020 年底公司有息债务到期情况
(单位: 亿元)

项目	1 年以内	1~2 年	2 年以上
银行贷款	29.81	40.51	13.71
债券融资	77.49	12.96	--
信托融资	9.76	9.64	--
其他融资	13.92	53.89	27.68
合计	130.97	117.01	22.94
占比	48.34	43.19	8.47

注: 1. 表中合计数与加总有差异, 系四舍五入所致; 2. 债券到期情况按考虑回售的情况统计; 3. 公司将应付票据放入 1~2 年到期; 4. 其他融资融资方式主要以发行债权融资及中期票据为主

资料来源: 公司提供

截至 2021 年 3 月底, 公司负债总额 515.68 亿元, 较上年底下降 0.99%。其中, 流动负债占 74.45%, 非流动负债占 25.55%, 仍以流动负债为主。其中应付账款较 2019 年底下降 21.47%, 主要系支付工程款所致。应付债券较 2019 年底增加 96.60%, 主要系本期公司发行债券增加所致。

截至 2021 年 3 月底, 公司全部债务 281.04 亿元, 较上年底下降 11.44%。债务结构方面, 短期债务占 39.69%, 长期债务占 60.31%, 债务结构仍有待优化。其中, 短期债务 111.54 亿元, 较上年底下降 15.27%; 长期债务 169.49 亿元, 较上年底增长 7.46%。从债务指标来看, 截至 2021 年 3 月底, 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 83.80%、73.82%和 62.97%, 较上年底分别下降 0.70 个百分点、下降 2.76 个百分点和增长 0.68 个百分点。

公司剔除合同负债和预收账款后的资产负债率 77.76%, 净负债率 218.64%, 现金短期债务比 0.57 倍, 三条红线指标均超标, 未来融资空间受限。公司针对降低负债已采取改善发债结构、减缓拿地力度、加强同业合作和控制支出等措施。

若进一步考虑到公司其他权益工具中的永续债实为债务, 截至 2021 年 3 月底合计余额 8.60 亿元, 将其调整为债务后, 2021 年 3 月底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 84.02%、71.42%

和 64.11%。

4. 盈利能力

2018—2020 年, 公司营业收入逐年增长, 2020 年非经营性损失对利润的侵蚀较大, 公司盈利情况有所下降, 整体盈利能力一般。

2018—2020 年, 公司营业收入逐年增长, 年均复合增长 6.38%; 公司营业成本逐年增长, 年均复合增长 7.11%。2020 年, 公司实现营业收入 77.31 亿元, 同比增长 4.16%, 主要系结转规模增加所致; 实现利润总额 6.34 亿元, 同比大幅下降 36.62%, 主要系存货计提跌价准备 6.70 亿元所致。

2018—2020 年, 公司期间费用总额波动下降, 年均复合下降 13.37%。2019 年, 公司各项费用均较 2018 年有所增长。2020 年, 公司期间费用总额为 4.15 亿元, 同比大幅下降 56.60%, 主要系财务费用由于本期美元汇率变动汇兑收益增加所致。

公司 2018 年非经常性损益金额较小。2019 年公司公允价值变动收益 1.77 亿元, 主要为衍生金融工具产生的公允价值变动收益, 占营业利润比重为 17.61%, 投资收益 2.64 亿元, 主要为权益法核算的长期股权投资收益, 占营业利润比重为 26.28%, 对营业利润影响较大。2020 年, 公司公允价值变动收益较 2019 年大幅下降至 -1.58 亿元, 主要系美元汇率下降, 导致货币到期估值下降所致; 同期, 公司资产减值损失较 2019 年大幅增长 47.78 倍至 6.55 亿元, 主要系存货跌价损失及合同履行成本减值损失增长所致。

从盈利指标看, 2018—2020 年, 公司营业利润率分别为 22.69%、20.91%和 21.55%, 波动下降; 公司总资产收益率分别为 2.10%、2.00%和 0.96%, 连续下降; 公司净资产收益率分别为 8.57%、7.67%和 2.93%, 连续下降。公司盈利指标整体表现一般。从与同业上市公司对比来看, 公司销售毛利率处于上游水平, 总资产报酬率处于下游水平, 净资产收益率处于中下游水平。

表13 房地产开发类上市公司2020年盈利指标
(单位: %)

公司	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
福星股份	20.78	1.63	2.75
荣安地产	26.59	4.33	23.27
格力地产	26.14	8.43	19.68
华远地产	25.84	1.21	2.93

注: 为便于同业比较, 表中数据统一引自 Wind, 和附件口径有一定出入
资料来源: Wind

2021年1—3月, 公司实现营业收入15.07亿元, 较上年同期大幅下降3.62倍; 同期, 实现利润总额0.68亿元, 同比小幅增长。

5. 现金流

2018—2020年, 公司拿地力度由强转弱, 经营活动现金流转为净流入; 公司投资活动现金净额由负转正; 公司筹资压力有所减缓。

表14 2018—2020年及2021年1—3月公司现金流量情况
(单位: 亿元)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
经营活动现金流入小计	206.53	190.02	186.02	36.81
经营活动现金流出小计	237.55	232.57	122.87	37.91
经营现金流量净额	-31.02	-42.55	63.14	-1.10
投资活动现金流入小计	0.98	3.09	10.36	0.10
投资活动现金流出小计	4.67	12.91	0.99	0.30
投资活动现金流量净额	-3.69	-9.82	9.37	-0.20
筹资活动前现金流量净额	-34.71	-52.37	72.52	-1.29
筹资活动现金流入小计	115.74	186.86	135.00	39.93
筹资活动现金流出小计	56.65	166.69	200.55	49.40
筹资活动现金流量净额	59.09	20.17	-65.56	-9.46

资料来源: 公司财务报告

从经营活动来看, 2018—2020年, 公司经营活动现金流入量年均复合下降5.10%, 近年公司销售金额有所增长, 但回款率有所下降。2018—2020年, 公司经营活动现金流出量年均复合下降28.08%, 主要系拿地力度减弱所致。2018—2020年, 公司经营活动现金净额由负转正。

从投资活动来看, 2018—2020年, 公司投资活动现金流入量年均复合增长225.83%, 其中2020年较2019年大幅增长, 主要系2019年

收回的理财产品规模较大所致。2018—2020年, 公司投资活动现金流出量波动较大, 主要系2019年认购理财和金融类资产规模较大所致。2018—2020年, 公司投资活动现金净额由负转正。

筹资活动前现金流量净额方面, 2018—2020年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为-34.71亿元、-52.37亿元和72.52亿元, 2020年, 筹资压力有所减缓。

从筹资活动来看, 2018—2020年, 公司筹资活动现金流入量波动较大, 主要系2019年公司往来款增加所致。2018—2020年, 公司筹资活动现金流出量年均复合增长88.16%, 主要系2020年偿还债务增加所致。2018—2020年, 公司筹资活动现金流净额由正转负。

2021年1—3月, 因公司减少拿地力度, 公司经营活动现金流量净流出1.10亿元, 净流出金额较上年同期有所下降; 投资活动现金流量净额-0.20亿元, 筹资活动现金流量净额-9.46亿元。

6. 偿债能力

公司短期和长期偿债指标均较弱, 考虑到公司作为北京市西城区国资委旗下的房地产业务运营主体, 在项目资源、股东借款等方面能得到华远集团的支持, 公司实际偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看, 2018—2020年末, 公司流动比率持续下降, 分别为164.53%、153.57%和141.75%; 速动比率波动下降, 分别为48.79%、28.94%和30.76%。公司流动资产对流动负债的保障程度较弱。2018—2020年末, 公司现金短期债务比分别0.67倍、0.40倍和0.44倍, 波动下降, 现金类资产对短期债务的保障程度较弱。截至2021年3月底, 公司流动比率为147.42%, 速动比率为29.55%, 现金短期债务比为0.57倍。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看, 2018—2020年, 公司EBITDA分别为11.44亿元、11.92亿元和8.01亿元, 波动下降。2018—2020年, 公司EBITDA利息倍数分别为0.96倍、0.68倍和0.39

倍,持续下降,EBITDA对利息的覆盖程度低;全部债务/EBITDA分别为24.87倍、27.40倍和36.12倍,持续增长,EBITDA对全部债务的覆盖程度低。整体看,公司长期偿债能力较弱。

截至2020年底,公司为银行向商品房购买人发放的余额为52.89亿元抵押贷款提供保证。截至2020年底,公司对控股股东华远集团提供担保余额合计10.65亿元,占公司净资产的11.15%。总体看,公司或有负债风险较小。

截至2020年底,公司作为被告涉及的未决诉讼标的金额为0.47亿元,占公司净资产比重很小。

截至2021年3月底,公司合并口径主要合作金融机构人民币授信总额为267.96亿元,其中未使用额度为76.63亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。公司为A股上市公司,直接融资渠道较畅通。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要为其他应收款,货币资金很少;负债中流动负债和非流动负债占比均衡,债务负担较重。母公司营业收入很小。

2018—2020年末,母公司资产总额波动下降,年均复合下降4.48%。截至2020年底,母公司资产总额166.35亿元,较上年下降25.79%。其中,流动资产155.73亿元(占93.62%),非流动资产10.62亿元(占6.38%)。从构成看,流动资产主要由其他应收款(占98.78%)构成;非流动资产全部由长期股权投资(占98.57%)构成。截至2020年底,母公司货币资金为1.89亿元。

2018—2020年末,母公司负债波动下降。截至2020年底,母公司负债总额120.60亿元,较上年下降31.65%。其中,流动负债90.50亿元(占75.04%),非流动负债30.10亿元(占24.96%),流动负债占比有所上升。从构成看,流动负债主要由一年内到期的非流动负债(占98.48%)构成,非流动负债全部由应付债券构成。母公司2020年底资产负债率为72.50%,较2019年底降低6.21个百分点。截至2020年底,

母公司全部债务11.92亿元。其中,短期债务占74.75%、长期债务占25.25%。截至2020年底,母公司全部债务资本化比率72.27%,母公司债务负担较重。

2018—2020年末,母公司所有者权益小幅波动。截至2020年底,母公司所有者权益为45.75亿元,较上年下降4.15%。在所有者权益中,股本为23.46亿元(占51.28%)、资本公积合计12.53亿元(占27.39%)、未分配利润合计5.64亿元(占12.33%)、盈余公积合计4.12亿元(占9.00%)。母公司所有者权益稳定性较强。

2018年,母公司无营业收入;2019年,母公司营业收入为0.06亿元,利润总额为4.71亿元,投资收益为5.00亿元;2020年,母公司营业收入为0.02亿元,利润总额为1.00亿元,无投资收益。

2018—2020年,母公司经营活动产生的现金流量净额由净流出转为净流入,分别为-9.43亿元、-45.37亿元和70.75亿元;投资活动现金流规模较小;筹资活动产生的现金流量净额持续下降,于2020年由正转负。

截至2020年底,母公司资产占合并口径的26.99%;母公司负债占合并口径的23.15%;母公司所有者权益占合并口径的47.90%。2020年,母公司营业收入占合并口径的0.03%;母公司利润总额占合并口径的15.16%。

九、本期公司债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大,公司经营活动现金流入和EBITDA对本期债券覆盖程度较高。

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至2021年3月底,公司全部债务合计281.04亿元。本期债券规模为不超过21.00亿元,相对于公司债务规模,本期债券发行规模对公司影响不大。

以2021年3月底财务数据为基础,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资

本化比率分别由 83.80%、73.82% 和 62.97% 上升至 84.34%、75.19% 和 65.65%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。但考虑到募集资金将用于偿还到期和回售的公司债券本金，公司实际债务负担或将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司现金类资产为63.13亿元，为本期债券发行额度（21.00亿元）的3.01倍；2020年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为186.02亿元、63.14亿元、8.01亿元，为本期债券发行额度（21.00亿元）的8.86倍、3.01倍和0.38倍。

十、债权保障条款

本期债券由资本运营中心提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人保证的范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。如华远地产不能按期兑付本期债券本金及存续期间利息，担保人应按约定承担担保责任，将兑付资金划入债券登记机构或债券受托管理人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。债券受托管理人有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。

资本运营中心成立于1992年9月，前身为北京市西单商业区建设开发公司（以下简称“西单资本运营中心”），初始注册资本为2000万元，系由北京市西城区商业委员会组建和主管，并由西城商业网点管理层和西城区财政局出资设立的全民所有制企业。历经多次增资，截至2021年3月底，资本运营中心注册资本271.73亿元，实收资本272.98亿元，北京市西城区国资委是资本运营中心唯一出资人和实际控制人。

截至2020年底，资本运营中心资产总额2938.23亿元，所有者权益887.73亿元（含少数股东权益491.44亿元）。2020年，资本运营中心实现营业总收入294.41亿元，利润总额59.06亿元。

经联合资信于2020年12月4日评定，资本运营中心主体长期信用等级为AAA，评级展

望为稳定，该信用等级反映了资本运营中心的担保代偿能力极强，风险极低，其担保显著提升了本期债券偿付的安全性。（详情见北京金融街资本运营中心2021年度第一期中期票据信用评级报告）

十一、结论

公司作为西城区国资委旗下主要房地产业务运营主体之一，具有丰富的房地产开发经验以及良好的品牌影响力，近年签约销售金额持续增长。同时，联合资信也关注到房地产行业持续调控、公司债务负担较重、在建支出压力较大，补库存需求较大、三条红线指标均超标，未来融资空间有限等因素对其信用水平产生的不利影响。

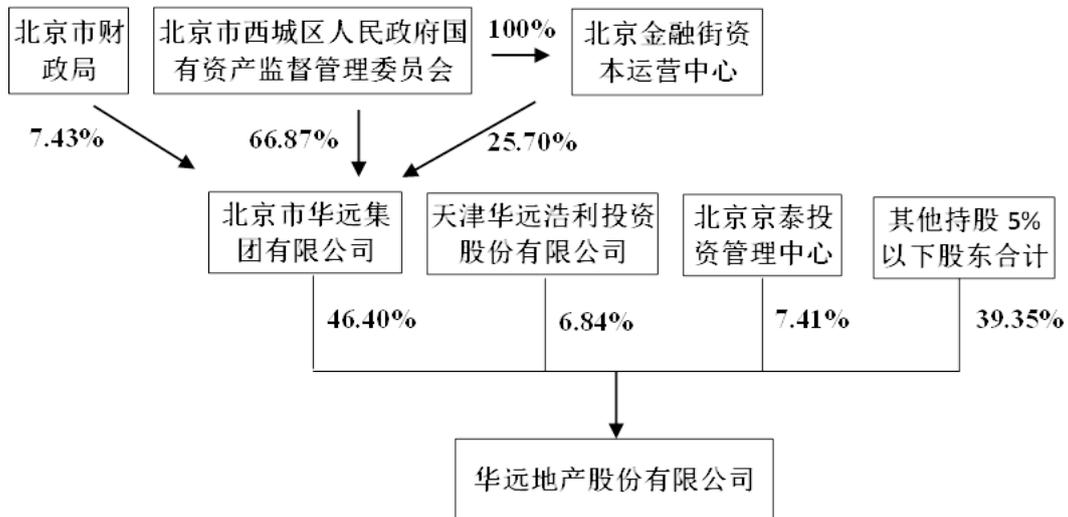
公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较高。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由资本运营中心提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。资本运营中心作为北京市西城区重要的国有资本运营主体，品牌知名度较高，房地产项目区位优势明显，在金融街拓展区的土地一级开发和基础设施建设领域具有垄断优势，其担保显著提升了本期债券偿付的安全性。

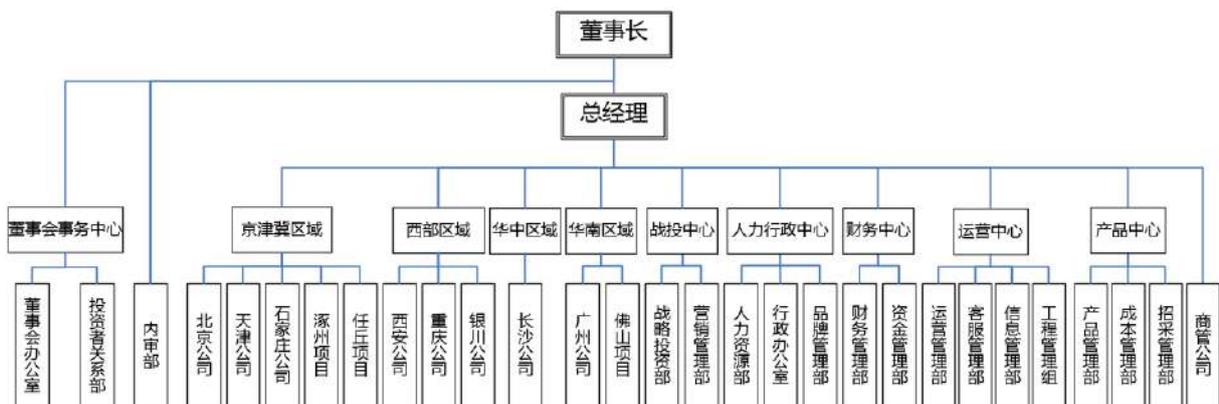
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司的主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极强。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底华远地产股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底华远地产股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底华远地产股份有限公司子公司情况

序号	公司名称	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	注册资本 (万元)	子公司级次	业务范围
1	北京市华远置业有限公司	100.00	100.00	100,000.00	一级	房地产开发销售
2	北京新威房地产开发有限责任公司	100.00	100.00	18,932.52	二级	房地产开发销售
3	北京金秋莱太房地产开发有限公司	100.00	100.00	10,000.00	二级	房地产开发销售
4	北京华和房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
5	北京新通源远房地产开发有限公司	100.00	100.00	1,000.00	二级	房地产开发销售
6	北京新通致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	15,000.00	二级	房地产开发销售
7	北京嘉华利远商业管理有限公司	100.00	100.00	200.00	二级	商业管理
8	北京华远锦程投资管理有限公司	100.00	100.00	1,000.00	二级	资产管理、投资管理
9	北京馨悦致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	2,000.00	二级	房地产开发销售
10	北京尚居置业有限公司	100.00	100.00	2,000.00	二级	房地产开发销售
11	北京新都致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	19,608.00	二级	房地产开发销售
12	北京上和致远房地产开发有限公司	50.00	51.00	20,000.00	二级	房地产开发销售
13	北京新尚致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	2,000.00	二级	房地产开发销售
14	北京心和致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
15	北京上同致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
16	北京新润致远房地产开发有限公司	80.00	80.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
17	北京华瑞和酒店管理有限公司	51.00	51.00	1,000.00	三级	酒店管理
18	北京华远浩景管理咨询有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	企业管理咨询
19	北京誉和置业有限公司	100.00	100.00	1,000.00	二级	房地产开发销售
20	北京誉德置业有限公司	100.00	100.00	9,544.00	二级	房地产开发销售
21	北京誉成置业有限公司	100.00	100.00	7,390.00	二级	房地产开发销售
22	北京创想精英教育科技有限公司	100.00	100.00	522.00	三级	技术咨询
23	承德博大庆远旅游开发有限公司	75.00	75.00	5,000.00	二级	旅游景区项目的开发、建设、管理
24	张家口顺和致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	2,000.00	二级	房地产开发销售
25	涿州盛丰和华房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
26	任丘市华睿立远房地产开发有限公司	51.00	51.00	4,500.00	二级	房地产开发销售
27	石家庄全业房地产开发有限公司	80.00	80.00	10,000.00	三级	房地产开发销售
28	石家庄铭朝房地产开发有限公司	80.00	80.00	10,000.00	四级	房地产开发销售
29	石家庄华远尚隆房地产开发有限公司	53.00	53.00	37,735.85	二级	房地产开发销售
30	菱华阳光(天津)房地产开发有限公司	100.00	100.00	53,000.00	二级	房地产开发销售
31	阳菱光辉(天津)房地产开发有限公司	51.00	51.00	60,784.31	二级	房地产开发销售
32	胜华晨远(天津)房地产开发有限公司	100.00	100.00	3,000.00	二级	房地产开发销售
33	华尚泽远(天津)房地产开发有限公司	100.00	100.00	3,000.00	三级	房地产开发销售
34	天津利创房地产开发有限公司	50.00	50.00 ¹	6,000.00	三级	房地产开发销售
35	西安万华房地产开发有限公司	100.00	100.00	35,638.00	二级	房地产开发销售
36	西安鸿华房地产开发有限公司	100.00	100.00	2,000.00	二级	房地产开发销售
37	西安唐明宫置业有限公司	100.00	100.00	10,000.00	二级	房地产开发销售
38	西安骏华房地产开发有限公司	100.00	100.00	1,000.00	二级	房地产开发销售
39	陕西杰诚置业有限责任公司	100.00	100.00	4,000.00	二级	房地产开发销售
40	西安泽华房地产开发有限公司	100.00	100.00	2,000.00	二级	房地产开发销售
41	西安曲江唐瑞置业有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
42	银川志华房地产开发有限公司	100.00	100.00	1,000.00	二级	房地产开发销售
43	银川君华房地产开发有限公司	60.00	60.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
44	银川创华房地产开发有限公司	60.00	60.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
45	宁夏海雅置业有限公司	100.00	100.00	14,300.00	二级	房地产开发销售
46	长沙人韵投资有限公司	100.00	100.00	10,600.00	二级	房地产开发销售
47	长沙地韵投资有限公司	100.00	100.00	15,400.00	二级	房地产开发销售
48	长沙橘韵投资有限公司	100.00	100.00	28,500.00	二级	房地产开发销售

49	长沙隆宏致远房地产开发有限公司	50.00	51.00	5,000.00	三级	房地产开发销售
50	长沙隆卓致远房地产开发有限公司	50.00	51.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
51	长沙隆熙致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
52	长沙隆旺致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
53	长沙航立实业有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房屋装饰、酒店管理
54	长沙隆锦致远房地产开发有限公司	50.00	50.00	10,000.00	二级	房屋装饰、酒店
55	上海誉力置业有限公司	100.00	100.00	40,000.00	二级	房地产开发销售
56	华远有限公司 (BVI)	100.00	100.00	645 万美元	二级	投资管理
57	香港誉力置业有限公司	100.00	100.00	10,000 港元	三级	投资管理
58	广州上和拓远置业有限公司	100.00	100.00	2,000.00	二级	房地产开发销售
59	广州高雅房地产开发有限公司	100.00	100.00	3,000.00	二级	房地产开发销售
60	重庆篆山澜岛房地产开发有限公司	100.00	100.00	10,000.00	二级	房地产开发销售
61	重庆筑华房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
62	重庆华远皓华房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
63	佛山市华信致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
64	佛山市高明区美玖房地产开发有限公司	33.00	33.00 ¹	3,030.00	二级	房地产开发销售
65	华远国际有限公司 (BVI)	100.00	100.00	1 港币	三级	投资管理
66	西安乾坤湾置业有限公司	70.00	70.00	1,000.00	二级	房地产开发销售
67	长沙航开房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
68	长沙航麒房地产开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00	二级	房地产开发销售

资料来源：公司提供

¹ 根据北京上和致远房地产开发有限公司《公司章程》的约定，股东会会议不按照股权比例行使表决权，北京市华远置业有限公司（以下简称“华远置业”）享有表决权的比例为 51%；根据长沙隆卓致远房地产开发有限公司及长沙隆宏致远房地产开发有限公司的《协议》约定，华远置业与湖南省碧桂园地产有限公司各持有上述两项目公司 50% 股权，华远置业与湖南碧桂园拥有上述两项目公司表决权均分别为 51%、49%；根据天津利创房地产开发有限公司的合作协议，华远置业的子公司菱华阳光（天津）房地产开发有限公司持股比例为 50%，公司董事会 5 名成员，菱华阳光（天津）房地产开发有限公司派有 3 名成员，在董事会中占有多数表决权；根据佛山市高明区美玖房地产开发有限公司的合作协议，华远置业的持股比例为 33%，公司董事会 5 名成员，华远置业派有 3 名成员，在董事会中占有多数表决权。故上述五家公司由发行人控制。

附件 2 截至 2020 年底华远地产股份有限公司在建项目情况

(单位: 万平方米、亿元)

序号	项目名称	地理位置	项目类型	土地面积	总建筑面积	预计总投资额	截至 2020 年底累计已投资金额
1	北京华中心	门头沟区龙泉镇	住宅、商业、办公	7.04	30.23	50.20	47.46
2	北京石景山项目	石景山区苹果园	商业、办公	3.52	21.77	74.97	59.07
3	涿州海蓝城一期	京开区盛福南街西侧、恩义路北侧	住宅、保障房	7.95	21.22	27.37	28.66
4	涿州海蓝城二期	京南开发区润禾街西侧	住宅	11.25	29.15	24.76	
5	任丘华北油田项目	高速南引线北侧、前长洋村南	住宅	51.35	132.56	86.24	28.32
6	石家庄海蓝和光	循环化工园区	住宅	5.68	24.72	19.58	9.32
7	石家庄昆仑赋	高新区	住宅	17.25	56.80	74.31	41.98
8	西安辰悦	浐灞生态区	住宅、商业	10.00	45.28	26.74	20.65
9	西安华时代	浐灞生态区金茂六路	住宅	0.91	6.35	5.34	1.81
10	银川珑玺	金凤区培华路以南	住宅	10.14	19.06	13.64	8.91
11	银川海蓝和光	金凤区南熏路南	住宅	9.47	27.32	15.72	6.46
12	重庆春风度一期	江津区滨江新城(德感片区)	住宅	15.01	20.66	14.96	11.50
13	重庆海蓝城	巴南区李家沱	住宅	13.68	47.11	41.66	33.62
14	重庆海蓝和光一期	沙坪坝区	住宅	3.99	14.15	29.10	19.28
15	重庆海蓝和光二期	沙坪坝区	住宅	4.09	14.40		
16	长沙华时代	开福区芙蓉中路	商业	1.92	27.88	34.93	22.56
17	长沙海蓝城一期	长沙县远大路	住宅	5.56	21.63	19.69	13.87
18	天津栖塘	滨海新区塘沽湾	住宅、商业	4.41	8.24	9.69	8.78
19	天津海蓝城	津南区咸水沽镇	住宅、商业	9.93	24.78	31.14	23.76
20	广州雲和墅	白云区广从路	别墅、叠墅	15.15	22.54	74.56	62.46
21	佛山海蓝城	三水区云东海街道塘西线三期西侧	住宅	8.20	30.90	32.35	24.05
22	佛山美的明湖北湾花园二期	高明区西江新城丽景东路以北	住宅	5.90	22.86	17.97	16.60
23	长沙海蓝郡	长沙县泉塘街道中轴路以东	住宅	4.66	17.95	11.58	5.77
合计				227.06	687.56	736.50	494.89

资料来源: 公司提供

附件 3-1 华远地产股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	100.76	70.96	75.71	63.13
资产总额（亿元）	496.65	584.79	616.37	615.36
所有者权益（亿元）	85.72	92.47	95.51	99.68
短期债务（亿元）	149.48	179.03	131.64	111.54
长期债务（亿元）	135.01	147.70	157.72	169.49
全部债务（亿元）	284.48	326.73	289.36	281.04
营业收入（亿元）	68.31	74.22	77.31	15.07
利润总额（亿元）	10.55	10.01	6.34	0.68
EBITDA（亿元）	11.44	11.92	8.01	--
经营性净现金流（亿元）	-31.02	-42.55	63.14	-1.10
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.18	0.15	0.14	--
存货周转次数（次）	0.18	0.14	0.13	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.14	0.13	--
现金收入比（%）	159.55	144.72	190.29	203.98
营业利润率（%）	22.69	20.91	21.55	11.59
总资本收益率（%）	2.10	2.00	0.96	--
净资产收益率（%）	8.57	7.67	2.93	--
长期债务资本化比率（%）	61.17	61.50	62.28	62.97
全部债务资本化比率（%）	76.85	77.94	75.18	73.82
资产负债率（%）	82.74	84.19	84.50	83.80
流动比率（%）	164.53	153.57	141.75	147.42
速动比率（%）	48.79	28.94	30.76	29.55
经营现金流动负债比（%）	-11.26	-12.37	15.75	--
现金短期债务比（倍）	0.67	0.40	0.58	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	0.96	0.68	0.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	24.87	27.40	36.12	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未予年化；4. 合并报表其他应付款中 2018—2019 年的有息债务计入短期债务计算，2020 年及 2021 年一季度其他应付款中的有息部分实际主要在 1~2 年到期，计入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3-2 华远地产股份有限公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.96	1.14	1.89	11.86
资产总额（亿元）	182.33	224.17	166.35	180.04
所有者权益（亿元）	45.84	47.73	45.75	45.56
短期债务（亿元）	59.95	95.80	89.12	61.10
长期债务（亿元）	74.16	76.75	30.10	59.17
全部债务（亿元）	134.11	172.55	119.22	120.28
营业收入（亿元）	0.00	0.06	0.02	0.00
利润总额（亿元）	4.96	4.71	1.00	-0.17
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-9.43	-45.37	70.75	11.23
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	*	103.00	106.00	*
营业利润率（%）	*	99.70	99.40	*
总资本收益率（%）	2.77	2.17	0.50	--
净资产收益率（%）	10.83	9.86	1.82	--
长期债务资本化比率（%）	61.80	61.66	39.68	56.50
全部债务资本化比率（%）	74.53	78.33	72.27	72.53
资产负债率（%）	74.86	78.71	72.50	74.69
流动比率（%）	275.73	214.37	172.07	225.00
速动比率（%）	275.73	214.37	172.07	225.00
经营现金流流动负债比（%）	-15.13	-45.51	78.17	--
现金短期债务比（倍）	0.33	0.01	0.02	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. /代表数据无法获取，*代表数据为 0

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产总额
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 华远地产股份有限公司 2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）的 跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年华远地产股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

华远地产股份有限公司应按联合资信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。华远地产股份有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对华远地产股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，华远地产股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华远地产股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现华远地产股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对华远地产股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华远地产股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对华远地产股份有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送华远地产股份有限公司、监管部门等。