



华夏幸福基业股份有限公司 2016 年公司债券(第一期)信用评级报告

大公报 D【2015】1322 号

公司债券信用等级: **AA+**

主体信用等级: **AA+**

评级展望: **稳定**

发债主体: 华夏幸福基业股份有限公司

发行规模: 本次债券发行规模不超过 75 亿元(含 75 亿元), 本期基础发行规模为 10 亿元, 可超额配售不超过 25 亿元

债券期限: 7 年

偿还方式: 每年付息一次(第 5 年末附回售和调整利率选择权), 到期一次还本

发行目的: 调整债务结构、补充流动资金

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2015.9	2014	2013	2012
总资产	1,477.04	1,139.64	740.94	431.93
所有者权益	194.66	173.96	99.55	49.59
营业收入	250.30	268.86	210.60	120.77
利润总额	56.32	50.60	35.86	25.20
经营性净现金流	24.24	-49.54	-34.74	2.18
资产负债率(%)	86.82	84.74	86.56	88.52
债务资本比率(%)	72.83	65.76	64.76	61.44
毛利率(%)	36.77	35.77	33.81	39.65
总资产报酬率(%)	3.85	4.55	5.07	5.90
净资产收益率(%)	21.04	21.85	26.98	37.65
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.97	-1.91	-2.49	0.39
经营性净现金流/总负债(%)	2.16	-6.17	-6.79	0.70

注: 2015 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 杨莹

评级小组成员: 孙瑞

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

评级观点

华夏幸福基业股份有限公司(以下简称“华夏幸福”或“公司”)主要从事产业新城开发建设和城市地产业务, 产业新城开发建设包含产业园区土地整理投资、产业发展服务、园区住宅开发、基础设施、公共设施建设及运营等。评级结果反映了受益于京津冀战略, 公司产业园区招商能力较强, 收入和利润规模持续增长等优势; 同时也反映了公司有息债务规模增长较快, 未来园区投资规模较大, 存在一定资金支出压力等不利因素。综合分析, 公司偿还债务的能力很强, 本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年, 公司主营业务将保持稳定增长。综合来看, 大公对华夏幸福的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司园区主要集中在环北京区域, 公司受益于京津冀战略, 未来发展前景良好;
- 公司“园区+地产”模式能够促进区域产业发展和价值提升, 契合国家产业政策和政府诉求, 可复制能力较强;
- 公司具有较强的园区招商能力, 入园企业数量和签约投资额增长较快;
- 公司地产业务主要位于环北京区域, 合理价差和成熟的产品线有效保证了产品的快速去化;
- 随着园区不断拓展, 公司收入和利润规模持续增长。

主要风险/挑战

- 房地产行业是我国重要的支柱与民生产业, 近期受宏观政策转变影响, 行业虽现回暖迹象, 但整体仍面临结构性调整压力;
- 随着公司园区拓展数量不断增加, 公司有息债务规模增长较快;
- 园区未来投入规模较大, 存在一定资金支出压力。

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年十一月十六日



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



发债主体

公司成立于 1998 年，前身为廊坊市华夏房地产开发有限公司，初始注册资本 200 万元，其中王文学出资 160 万元，廊坊市融通物资贸易有限公司出资 40 万元，后经多次股权转让和增资，公司于 2007 年整体改制为股份制公司，2011 年完成借壳上市（证券代码：600340.SH）。截至 2015 年 9 月末，公司注册资本 26.46 亿元，公司控股股东为华夏幸福基业控股股份公司，持有公司 68.88% 股权，实际控制人为王文学。

公司主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务。产业新城开发建设包含土地整理投资、产业发展服务和园区住宅配套等。公司已建立了从城市发展定位与空间规划、城市建设、招商引资到城市运营的开发运营管理体系，旗下的综合性园区主要集中在环北京地区。截至 2015 年 9 月末，公司开发产业园区达 27 个，受托开发面积达 2,355.23 平方公里。

发债情况

债券概况

· 本次债券是华夏幸福面向合格投资者发行的公司债券，· 本次发行公司债券规模不超过人民币 75 亿元（含 75 亿元），分期发行，第一期 40 亿元已于 2015 年 10 月 22 日完成发行，本期为第二期（2016 年第一期），基础发行规模为人民币 10 亿元，可超额配售不超过 25 亿元，发行期限为 7 年，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定，本期债券票面利率在存续期内前 5 年固定不变，在存续期的第 5 年末，公司可选择上调票面利率，存续期后 2 年票面利率为本期债券存续期前 5 年利率加公司提升的基点，在存续期后 2 年固定不变。本期债券面值 100 元，按面值发行，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

募集资金用途

本次债券发行规模不超过 75 亿元（含 75 亿元），拟将 25 亿元用于偿还银行贷款，优化公司债务结构，剩余部分用于补充流动资金。



宏观经济和政策环境

2015 年以来, 国民经济增速有所回落, 但主要经济指标仍处于合理区间; 短期内, 我国经济下行压力仍较大, 经济回稳基础还需进一步巩固; 长期来看, 我国经济仍然具有保持中高速增长的动力和潜力

2014 年, 我国实现国内生产总值 636,463 亿元, 同比增长 7.4%, 增速同比回落 0.3 个百分点。分产业看, 第一产业增加值 58,332 亿元, 比上年增长 4.1%; 第二产业增加值 271,392 亿元, 增长 7.3%, 全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 8.3%, 增速同比回落 1.4 个百分点, 工业生产继续运行在合理区间; 第三产业增加值 306,739 亿元, 增长 8.1%, 占国内生产总值的比重为 48.2%, 比上年提高 1.3 个百分点, 高于第二产业 5.6 个百分点, 产业结构更趋优化。2015 年 1~9 月, 我国实现国内生产总值 487,774 亿元, 同比增长 6.9%, 增速同比回落 0.3 个百分点。分产业看, 第一产业增加值 39,195 亿元, 比上年增长 3.8%; 第二产业增加值 197,799 亿元, 增长 6.0%, 全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 6.2%; 第三产业增加值 250,779 亿元, 增长 8.4%, 占国内生产总值的比重为 51.4%, 比上年提高 2.3 个百分点, 高于第二产业 10.8 个百分点, 产业结构更趋优化。总的来看, 2015 年 1~9 月, 国民经济增速有所回落, 但主要经济指标仍处于在合理区间, 在一系列政策措施作用下, 国民经济出现积极变化, 产业结构更趋优化, 经济发展活力动力增强。

经济景气度方面, 2015 年 9 月份中国制造业 PMI 终值为 49.8%, 比上月回升 0.1 个百分点, 但仍处于临界点下, 制造业增长动力不足。分企业规模方面, 大型企业 PMI 为 51.1%, 比上月回升 1.2 个百分点, 重回临界点以上; 中型企业 PMI 为 48.5%, 比上月下降 1.3 个百分点, 继续低于临界点; 小型企业 PMI 为 46.8%, 比上月回落 1.3 个百分点, 继续位于收缩区间, 收缩幅度有所增加。PMI 小幅回升的同时一些积极因素继续显现, 高技术制造业 PMI 为 55.6%, 比上月上升 3.4 个百分点, 消费品相关行业 PMI 为 55.1%, 比上月上升 0.5 个百分点, 均高于制造业总体水平, 保持增长。国内外市场需求有所提升, 新订单指数为 50.2%, 比上月回升 0.5 个百分点, 回至临界点以上; 同时新出口订单指数为 47.9%, 也有所回升。非制造业商务活动指数为 53.4%, 与上月持平, 新订单指数为 50.2%, 比上月回升 0.6 个百分点。受建筑业淡季回调影响, 非制造业商务活动指数虽未有回升, 但保持在 53% 以上的较高水平, 市场基本面总体向好。

从国际形势来看, 2015 年 1~9 月, 世界经济复苏总体不及预期, 世界银行、国际货币基金组织等国际机构纷纷下调了世界经济增长的预期, 普遍下调了 0.2 到 0.3 个百分点, 世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中, 呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡, 而且振荡加剧的特点。在宏观经济方面, 美、欧、日等发达经济体处



于温和复苏进程，美国制造业有向下调整趋势。新兴市场经济面临更加严峻的经济增长困境，巴西和俄罗斯经济负增长加剧，全球贸易增长延续前两个季度以来的低迷走势；在金融市场方面，美国的加息预期进一步强化，造成世界大宗商品的价格、股市、汇市出现大幅动荡，诸多国家货币出现进一步贬值。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性和不确定性。

2015 年以来，央行延续去年的货币政策基调，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调。年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格，对降低社会融资成本也起到了一定的作用。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构；银监会积极推动民营银行试点工作，鼓励和引导民间资本进入银行业，为实体经济特别是中小微企业、“三农”和社区，以及大众创业、万众创新提供更有针对性、更加便利的金融服务。同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。11 月 3 日，国家发布“十三五规划”建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，结构调整的阵痛在继续释放，增速换挡的压力有所加大，新旧动力的转换也在进行之中，新动力还难以对冲传统动力下降的影响，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五规划”建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力；我国正处在消费结构升级的关键阶段，解决了深层问题以后，发展型和享受型消费仍将会有长足发展；中西部地区差距比较大，后发优势比较明显。所以我国正处在战略机遇期，从长期来看，仍然具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

产业园区开发具有产业聚集效用和规模效用，能够促进产业结构升级，加快区域经济发展；同时由于产业园区具有投资规模较大、业务周期较长等特征，对企业综合实力要求较高

产业园区开发一般采取的运营模式是政府将某一区域的整体开发委托给开发企业，首先由企业负责组织对委托区域进行规划论证，在规划方案获得批准后，逐年制定开发计划，根据政府认可的开发计划进行逐片开发，建成的基础设施及公用设施项目由政府回购，平整的土地进入土地储备中心；在区域基础设施及公用设施建设的同时，由企业为开发区域进行招商引资，并为投资企业提供落地及经营期间的



长期服务；在开发区域内，企业还可能负责开发区域的物业及公用设施管理。自 2003 年开始，国务院有关部门开始清理整顿全国各类开发区，但对于规范申报、符合标准的开发区仍然给予政策支持，包括给予开发区及开发区企业的各类优惠政策。基于开发区所能发挥的产业聚集效用和规模效应，国家对开发区发展的政策性支持，有利于园区开发合法合规持续发展。此外，区域开发能够产生规模带动效应，拉动地方经济发展，促进地方产业结构升级，加快地方城市化建设，解决地方就业等。区域开发是区域发展的捷径，能够帮助地方政府促进区域经济发展与区域建设，因此区域开发通常能够得到地方政府的支持，地方政府为开发区提供各种优惠政策和便利措施。2014 年 9 月 25 日，财政部下发《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》指出为拓宽城镇化建设融资渠道，促进政府职能加快转变，完善财政投入和管理方式，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，简称 PPP）是国家确定的重大经济改革任务，对于加快新型城镇化建设、提升国家治理能力、构建财政制度具有重要意义。

同时，产业园区开发业务也具有投资额大、业务周期长、业务环节复杂的特点，涉及的基础设施建设项目、土地整理投资的资金投入大，占用周期较长，招商引资及管理运营等方面需要前期不断投入。开发过程中包含区域定位规划、基础设施建设、土地整理投资、区域推广、招商引资及区域综合服务等众多环节，需要开发企业具有综合开发能力。

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，近期受宏观政策调控影响，行业呈现回暖迹象，但整体仍面临结构性调整压力

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，从历史波动周期观察，除非出现显著的外部冲击，房地产市场面临的常态格局主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、住房结构以及土地政策等多方面，直接或间接对房地产业发展产生一定的制约影响。

2011 年下半年起，中央政府先后颁布多项房地产限制政策，从而抑制了全国范围的住宅价格上涨，投资性购房需求随之下降，导致新房库存量逐渐增加。然而，随着住房供需关系的改变以及房价快速上涨趋势的结束，房地产行业调控政策也由抑制市场过热的单边调控转向因地制宜的双向调控。2014 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性。同年 5 月，中国人民银行（以下简称“央行”）强调合理配置信贷资源，优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求，明确表示将保护合理的自住购房需求。

2015 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中再次提出，我国房地产行业政策面将延续 2014 年以来的市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，支持居民自住和改善性住房需求，



促进房地产市场平稳健康发展。由此，2015 年对房地产行业调控政策的有限松绑和更为明确的调整方向，使得行业呈现出一定回暖迹象。2015 年 1~9 月，50 个代表城市住宅月均成交约 2,770 万平方米¹，同比增长近三成，绝对量创 2010 年以来同期最高水平，这将有利于该行业在市场化运作中保持整体平稳发展，但中长期需求仍面临结构性调整。

近年来，我国房地产企业经营业绩逐渐分化，领军企业竞争优势愈发明显，行业集中度有所提升

目前，我国从事房地产开发业务的企业主要来自大陆境内和港澳地区，竞争要素包括土地储备、财务实力、品牌知名度、产品价格与质量、售后服务品质以及其他资源等方面。为了在激烈竞争中争夺市场份额，大型成熟的开发商均已建立了各自不同的产品类型和品牌，通过市场地位划分吸引不同目标客户群体，因此，准确的市场预判与产品定位成为了决定住宅项目吸引力的主要因素。

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。从行业集中度来看，2011 年以来销售金额集中度明显高于销售面积集中度，大型房地产企业总体上拥有较强的议价能力；2014 年，销售金额集中度的上升幅度明显高于销售面积上升幅度，首先是大型房地产企业凭借其自身雄厚的资金实力和运营能力，项目开发明显向一二线城市等发展前景较好的区域倾斜，销售单价有所提升；其次是大型房地产企业拥有优质的客户资源和品牌溢价能力，为其销售金额的较快提升提供了一定的支撑。2011 年以来，万科企业股份有限公司、绿地控股集团有限公司、保利房地产(集团)股份有限公司、中海地产集团有限公司、大连万达集团股份有限公司、碧桂园控股有限公司和恒大地产集团有限公司先后跻身年签约金额千亿元企业行列。2014 年，前十名企业销售金额在 650 亿元以上，行业前十名销售金额集中度进一步提升至 17.19%，组成国内房地产市场的领军集团。

随着京津冀一体化上升为国家战略，河北省政府出台相关政策积极推进战略落地，公司在京津冀地区拥有大量园区及地产项目，受益于京津冀经济区的发展，公司未来前景良好

2014 年京津冀一体化上升为国家战略，战略强调实现京津冀协同发展是面向未来打造新的首都经济圈、推进区域发展体制机制创新的需要，是探索完善城市群布局和形态、为优化开发区域发展提供示范和样板的需要，是实现京津冀优势互补、促进渤海经济区发展、带动北方腹地发展的需要。2014 年 3 月 26 日《河北省委、省政府关于推进新型城镇化的意见》指出，河北省将落实京津冀协同发展国家战略，充分发挥保定和廊坊首都功能疏解及首都核心区生态建设的服务作用，进一

¹ 数据来源：中国指数研究院、中国房地产指数系统《2015 年三季度中国房地产市场研究报告》。



步强化石家庄、唐山的两翼辐射带动功能。环京津地区城市全面深化与京津对接，大力发展战略性新兴产业、现代服务业和现代农业，构建京津冀协同发展核心区域。2015年4月30日，中央政治局会议审议通过了《京津冀协同发展规划纲要》，会议指出要完善市场环境，盘活存量资产，建立房地产健康发展的长效机制。公司在京津冀地区拥有大量产业新城项目，随国家对京津冀经济圈协同发展的推进，公司未来发展前景良好。

经营与竞争

公司主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务，产业新城开发建设是公司收入和利润的主要来源；2012年以来，公司收入和毛利润增长较快

公司主要从事产业新城建设和城市地产开发业务，其中产业新城建设包含土地整理投资、基础设施建设、产业发展服务、物业管理服务以及园区住宅配套等。

表1 2012~2014年及2015年1~9月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年1~9月		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	250.30	100.00	268.86	100.00	210.60	100.00	120.77	100.00
产业新城建设								
园区住宅配套	122.43	48.91	158.07	58.79	130.88	62.15	65.96	54.62
产业发展服务	49.80	19.90	35.68	13.27	23.65	11.23	15.46	12.80
土地整理投资	28.65	11.45	26.32	9.79	20.53	9.75	20.60	17.06
基础设施建设	0.35	0.14	14.32	5.33	9.90	4.70	0.00	0.00
物业管理服务	2.58	1.03	1.63	0.61	1.11	0.53	0.33	0.27
综合服务	3.87	1.55	0.72	0.27	0.44	0.21	0.36	0.30
城市地产开发	40.01	15.98	27.30	10.15	23.39	11.11	17.13	14.18
其他	2.61	1.04	4.81	1.79	0.70	0.33	0.93	0.77
毛利润	92.05	100.00	96.16	100.00	71.21	100.00	47.89	100.00
产业新城建设								
园区住宅配套	39.77	43.21	45.05	46.85	35.54	49.91	23.80	49.70
产业发展服务	47.26	51.35	34.57	35.95	23.07	32.40	14.78	30.86
土地整理投资	3.74	4.06	3.77	3.92	5.95	8.36	5.24	10.94
基础设施建设	0.12	0.13	5.53	5.75	2.11	2.96	0.00	0.00
物业管理服务	0.35	0.38	-0.43	-0.45	0.18	0.25	0.16	0.33
综合服务	1.34	1.46	0.10	0.10	0.12	0.17	0.11	0.23
城市地产开发	1.43	1.55	6.40	6.66	4.59	6.45	3.77	7.87
其他	-1.98	-	1.17	1.22	-0.35	-	0.03	0.06

数据来源：根据公司提供的资料整理

随着园区拓展规模的快速增长，公司收入和利润规模增长较快，



2012~2014 年公司营业收入和毛利润复合增长率分别为 49.20%和 41.70%。产业新城建设是公司收入和利润的主要来源。2012~2014 年随着入园企业逐步增多，落地投资额持续增长，基础设施建设总量增加，公司产业新城业务收入和毛利润增幅较快；同期城市地产开发业务收入和利润亦实现快速增长，但收入占比有所降低。

从毛利率来看，2012~2014 年，公司综合毛利率有所波动，2013 年毛利率有所下降主要是由于土地成本上涨导致园区住宅配套和城市地产业务毛利率下降所致，2014 年毛利率有所回升，公司产业发展服务由于成本仅为招商引资所发生的产业定位、产业规划、城市规划及投资服务等费用，因此毛利率保持较高水平。

表 2 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司综合毛利率情况（单位：%）

项目		2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
综合毛利率		36.77	35.77	33.81	39.65
产业新城建设	园区住宅配套	32.48	28.50	27.15	36.08
	产业发展服务	94.90	96.89	97.58	95.61
	土地整理投资	13.05	14.34	28.97	25.45
	基础设施建设	34.29	38.62	21.30	-
	物业管理服务	13.57	-26.62	15.87	49.50
	综合服务	34.63	13.73	28.41	29.11
城市地产开发		3.57	23.46	19.65	22.03
其他		-75.86	24.30	-50.00	3.23

数据来源：根据公司提供的资料整理

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 250.30 亿元，同比增长 39.58%，主要因公司业务扩张，产业发展服务、土地整理投资、以及园区住宅配套和城市地产开发收入均有所增加；毛利润为 92.05 亿元，同比增长 30.79%；综合毛利率为 36.77%，同比降低 2.48 个百分点。

公司园区开发与城镇开发相结合模式有利于促进区域产业发展和区域价值提升，契合国家产业政策和政府诉求，在环北京区域复制能力较强

公司坚持“以产促城、以城带产、产城融合、城乡统筹、政企共赢”的理念，确立了园区开发经营与城镇开发建设相互促进的县域经济独特发展模式，公司产业新城开发建设业务主要是基于与政府签订的委托开发协议，由地方政府委托公司对园区进行土地整理投资、基础设施建设、产业发展、公用设施建设及后续运营等相关工作。公司的商业模式契合政府诉求，通过一站式解决方案弥补了众多区县级地方政府资金和专业能力的不足，并在运营过程中充分发挥出园区和地产的协同效应，可复制能力较强。

公司先后投资开发运营环北京区域的包括固安工业园区、大厂潮白河工业园区、怀来工业区，环上海区域的无锡园区、镇江园区及嘉



善园区，沈阳城市群的苏家屯园区等园区，截至 2015 年 9 月末，公司已签订 27 个园区委托开发协议或合作协议，受托开发区域 2,355.23 平方公里。其中固安工业园区、大厂潮白河工业园区开发较早，园区较为成熟。

表 3 华夏幸福园区业务布局（单位：平方公里、年）

项目	成立时间	委托开发面积	委托期限	项目	成立时间	委托开发面积	委托期限
固安工业园区	2006	86.74	50	永清园区	2013	18.00	20
固安新兴产业示范区	2012		50	香河园区	2013	81.00	30
大厂潮白河工业区	2007	83.15	50	南京溧水园区	2014	10.00	-
大厂新兴产业示范区	2011		50	北京房山张坊园区	2014	119.00	30
怀来工业区	2010	121.72	50	任丘园区	2014	240.00	50
昌黎园区	2010	15.00	-	涿鹿园区	2014	247.00	50
滦平金山岭园区	2011	225.00	25	保定白洋淀科技城	2014	300.00	50
文安园区	2011	24.20	30	上海金山枫泾园区	2015	91.70	-
沈阳苏家屯园区	2012	34.85	30	固安牛驼马庄区域	2015	64.30	50
无锡园区	2012	3.52	15	沈阳铁西区域	2015	31.70	-
镇江园区	2012	2.50	15	四川仁寿区域	2015	50.00	-
广阳园区	2012	8.65	-	安徽来安区域	2015	180.00	50
嘉善园区	2013	12.00	18	河北雄县区域	2015	181.20	50
霸州园区	2013	124.00	50	总计	-	2,355.23	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年 7 月，根据中华人民共和国国家发展和改革委员会公布的 PPP 项目库，固安工业园区成为入库的 13 个项目之一；江苏省财政厅在其官方网站发布了《关于公布 2015 年度政府和社会资本合作（PPP）入库项目的通知》，无锡市南长区政府与公司以 PPP 模式合作开发的无锡市南长滨河新城项目入选该项目库公司的“政府主导、企业运作、合作共赢”模式得到从国家到地方各级政府的全面认可和肯定。

根据公司与地方政府签订的委托开发协议，地方政府对公司的委托具有排他性，同时约定具体合作期限，并对各类业务的还款标准和还款来源有明确规定。以固安工业园为例，根据委托开发协议，公司收入情况如下：固安工业区的基础设施建设的委托建设利润为总投资额（以竣工结算为准）的 10%；固安工业区内入区企业的厂房建设的委托建设收益为总投资额（以竣工结算为准）的 10%；咨询服务费用由双方约定；每年招商引资服务费用按照当年新增落地投资额的 45% 确定；物业管理、公共项目维护及公用事业服务提供按照国家定价执行，如无国家定价，按照政府指导价或经政府审计的市场价确定。一般而言，关于公司基础设施和园区配套建设业务，政府按协议规定向公司支付建设费用，具体包括建设成本和建设利润两部分，建设利润按建设项



目总投资额的 10~15% 计算；产业发展服务业务收入按落地投资金额的 45% 确定收入。

表 4 公司产业新城发展模式解析

业务类型	委托内容	结算方式
基础设施建设	在委托区域组织道路建设及供水、供电、供暖、供气、通信基础、排水等“九通一平”及场站等项目	基础设施建设费(含税,以审计结果为准)加成 10~15%
土地整理投资	主要参与土地征转计划及征转补偿方案的拟定、组织、督导、跟进以政府部门为主体进行集体土地征转补偿以及形成建设用地的相关工作,并承担土地征转过程中的土地整理投资成本	上一年度土地整理费(含税,以审计结果为准)加成 10~15%
产业发展服务	对委托区域内工业园区进行宣传、推广、产业发展定位、进行招商引资项目的洽谈,以及对入园企业提供“全程无忧式管家服务”,协助企业快速实现生产运营	上一年度新增落地投资金额的 45%
园区综合服务	负责在委托区域组织有资质的服务单位,承担物业管理服务,道路清洁及绿化等公共项目维护	上一年度园区综合服务费(含税,以审计报告为准)加成 10~15%

资料来源:根据公司提供资料整理

土地整理投资业务作为园区开发的重要组成部分,随着公司园区拓展数量的增长,未来公司土地整理投资业务将保持较大规模

根据委托开发协议或者合作协议,公司应就委托区域内土地出让事宜向地方政府提供专业顾问服务,协助地方政府拟定土地出让方案(草案),在该方案报当地政府或者有权批准的上级主管部门批准实施后,协助地方政府组织土地出让工作。

公司与地方政府将协力进行委托区域内土地流转、征收、科研、环评、立项、申报、审批、批文及用地指标、规范指标及耕地(基本农田)占补平衡指标的获取工作,并将一般不少于 50% 的获取指标用地用于进行园区配套地产的开发建设。

根据委托开发协议,各园区政府每年核定公司土地整理投入计为土地整理成本,并以土地整理投入资金的一定比例(10~15%)作为公司的土地整理收益,由土地整理成本和收益确定还款额并于下一年支付给公司。公司土地整理业务作为园区开发的重要组成部分,毛利率整体相对稳定。

从待整理土地资源看,公司已开发区域中固安大区、大厂大区及环上海大区完成土地整理规模相对较大,签订开发协议的其他区域已完成土地整理面积占比相对较低,2015 年 1~9 月,公司一级土地整理总量为 205.09 万平方米,一级土地整理房屋规划面积为 353.39 万平



方米，未来公司土地整理业务仍将保持较大规模。

表 5 2015 年 1~9 月公司土地整理情况（单位：平方米）

区域	一级土地整理面积	一级土地整理房屋规划面积
固安	676,367	1,352,734
香河	13,334	26,668
霸州	371,352	371,352
永清	82,004	164,008
怀来	197,677	296,515
嘉善	361,818	723,636
文安	9,334	18,668
任丘	89,671	89,671
空港	77,337	154,674
北部新区	44,669	111,672
苏家屯	60,670	91,005
大厂	66,670	133,340
合 计	2,050,903	3,533,943

数据来源：根据公司提供资料整理

基于优秀的战略规划能力、投资建设能力和较强的招商能力，公司受托园区发展良好，签约入园企业和投资金额增长较快

产业发展服务作为公司园区开发建设业务的重要组成部分，主要是公司依托园区经济发展定位，结合自有资源和渠道，寻找同类企业进行入园谈判，最终实现企业入园落地投资。公司与麦肯锡、罗兰贝格等知名咨询机构保持长期战略合作关系，通过整合全国乃至全球的产业专家针对每个区域的具体情况，紧贴政策导向，以国际标准参与高品质的开发建设，为受托区域量身定做战略规划方案；通过“四港一基地”（产业港、科技港、商务港、孵化港和产业基地）的产业园产品，增强产业促进和快速发展能力，同时在产业发展服务过程中，公司可为拟入园企业提供土地出让手续协助办理服务、厂房建设服务及配套设施服务等专业服务。各园区政府一般按照入园企业落地投资额（主要包括土地、厂房和设备）的一定比例与公司结算作为公司产业发展服务收入，根据协议约定从委托区域内新增财政收入的地方留成部分资金中拨付给公司，产业发展服务成本很低，主要是由于该部分业务成本主要为招商引资所发生的产业定位、产业规划、城市规划、投资服务等费用。



表 6 华夏幸福主要园区产业定位

项目	产业定位
固安工业园区	航天、生物医药、电子商务、新材料、装备制造、电子信息、节能环保、汽车零部件、生产型服务业
大厂潮白河工区	文化创意、生产性服务和互联网
怀来工业区	航天产业、总部经济、智能制造、节能环保、电子信息
嘉善园区	电子商务、智能制造、文化创意
无锡南长滨河新城	智慧物联应用、智慧高端制造、智慧物流服务、智能生产服务

资料来源：根据公司提供资料整理

公司在招商方面已积累成熟经验，拥有专业招商团队和高效运作模式，优质的客户资源为公司实现区域招商快速推进奠定基础

公司拥有 1,000 余人全专业招商团队，包括平台体系、方法体系、支持体系、团队体系、产品体系和服务体系六大体系，已形成完整的招商体系。公司以产业研究院为中心，为区域发展和招商引资提供支持，坚持以招商龙头企业为核心，实施产业链招商相结合的方法，并通过产品体系中心为不同地方政府提供多层次的产业新城模式选择，通过服务体系中心协助处理与政府各部门相关事宜，兼顾地方政府和园区企业的需求。公司通过多年招商引资的经验积累，已形成庞大的客户及项目管理库系统，覆盖各个园区主导产业活跃企业数据 19 万条。公司通过优质的客户资源为公司实现区域招商快速推进奠定基础。

表 7 公司招商引资全体系链简介

项目	主要功能
平台体系	以行业研究院为中心，提供智力支持
方法体系	提出“三有四创新”创新招商体系，以龙头企业招商为引领，以打造产业集群为核心，实施产业链招商，构建产业创新生态体系。
支持体系	公司“大数据”中心，精细管理客户信息，挖掘客户投资规律
团队体系	1,000 余人专业招商团队，按照区域和行业划分，并针对大客户设立专门团队
产品体系	针对不同行业客户需求，提供“四港一基地”的产业园载体
服务体系	全方位产业服务体系，包括金融服务、行业服务、业务流程服务、高端定制服务等，为入园企业营造良好投资环境和产业增值服务

资料来源：根据公司提供资料整理

目前公司已与国内各主要行业的领先企业保持了良好的合作关系，有利推进园区产业聚集和产业孵化，为公司园区开发建设运营提供了良好的渠道保障。固安工业园区内的电子信息、汽车零部件和高端装备制造三大产业基地初步形成规模；另外，公司在航天产业和临空经济领域分别与航天科技集团和中国联合航空公司达成战略合作关系，在生物医药产业领域顺利推进固安肽谷生物科学园的建设，高端产业和新兴产业升级态势初现。



表 8 2012~2014 年及 2015 年 1~6 月²公司园区业务主要运营数据（单位：个、亿元）

项目	2015 年 1~6 月	2014 年	2013 年	2012 年
新拓展园区	4	5	4	5
新增签约入园企业	65	114	60	45
其中：固安产业新城	18	39	31	20
新增签约投资金额	253.40	502.00	395.00	279.00
其中：固安产业新城	98.80	212.20	260.90	127.00
期末累计签约入园企业	722	657	543	483
其中：固安产业新城	374	356	317	286
期末累计签约投资金额	1,918.93	1,665.53	1,163.53	768.53
其中：固安产业新城	1,046.14	947.34	735.14	474.24
园区结算回款额	44.15	75.83	75.77	30.16

数据来源：根据公司提供资料整理

产业发展服务是基于良好的外部环境、完善的园区配套和多年的产业孵化聚集，2012 年以来公司产业发展服务收入增速较快，主要是固安、大厂及怀来等环北京区域受益于北京市经济外延辐射影响，土地价值不断提升，同时园区配套设施不断完善，园区招商引资开展顺利，带动政府拨付产业发展服务收入增长所致。2015 年 1~6 月，投资运营的园区新增签约入园企业 65 家，新增签约投资额 253.40 亿元，公司在区域拓展方面聚焦环北京，实现北京房山、河北任丘及保定科技新城等区域签约，同时稳步布局环上海区域，实现了运营模式的跨区域复制。随着公司与工信部、航天科工、清华大学、京东及国能集团等建立合作关系，公司产业服务能力不断提升，对于企业的吸引力不断增强。

公司地产业务均位于核心城市外溢区域，合理价差和成熟的产品线有效保证了园区配套住宅和城市住宅的快速去库存化，依托园区地产的快速发展，公司在地产行业中竞争地位提升较快

公司最早致力于河北省内的城市地产开发业务，城市地产是公司的传统业务，公司拥有房地产开发一级资质，随着公司产业新城模式的不断拓展，通过介入园区前期的规划和建设，公司能够以较低的土地获取成本在园区及周边地区积极布局配套住宅和城市地产项目，用于平衡前期公司在园区内的投入成本。园区开发引来产业和人流，给房地产二级开发带来市场需求，同时房地产开发可以进一步提高园区开发的水平，二者良性互动，相互促进。在园区地产方面，公司针对入园企业员工、城镇化进程中的刚性需求客户，推出“首改首置”产品；同时，由于产业园区具有成片开发和持续开发等特点，随着产业园区的发展成熟，住宅需求将会持续增长。城市地产开发中，公司适当面向中高端客户推出“再改”产品，满足居民改善生活条件和提高

² 公司未提供 2015 年 1~9 月的数据。



生活质量的需求。

公司园区地产需求 80%来自北京外溢需求，20%为园区内在需求，随着产业园区的不断成熟和发展，未来园区内部需求占比将持续上升，降低对于北京市区外溢需求的依赖。2015 年 1~9 月，公司城市地产平均价格较 2014 年末大幅上涨，并且明显高于同期园区地产平均价格，主要原因是 2015 年上半年公司在北京丰台华夏幸福创新中心的配套住宅平均售价达到 33,000.00 元/平方米，提升了整体均价水平。公司土地储备建筑面积逐年增长，截至 2015 年 9 月末，公司土地储备面积 850.69 万平方米，能够保证公司未来 1~2 年的地产开发。

表 9 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司地产业务主要运营数据（单位：万平方米、亿元）

项目	2015 年 1~9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
地产分类	园区地产	城市地产	园区地产	城市地产	园区地产	城市地产	园区地产	城市地产
新开工面积	290.25	33.81	580.56	168.74	370.09	106.41	235.00	50.00
竣工面积	627.70	195.53	249.53	43.46	214.60	64.70	131.00	22.70
签约销售面积	397.31	66.78	478.88	101.90	237.96	65.27	222.56	51.28
签约销售金额	309.57	68.69	355.02	75.23	236.09	59.16	144.91	35.18
签约金额行业排名	10		13		17		20	
平均价格（元/平方米）	7,792	10,286	7,414	7,383	9,921	9,064	6,511	6,860
期末储备建筑面积	851		800		779		468	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在多年销售推广中积累了丰富的经验，旗下知名品牌主要是“京郊生态小镇连锁品牌-孔雀城”、“京郊轻轨新城连锁品牌-大卫城”、“都市精品-华夏系列”和“人文新镇连锁品牌-兰亭系列”等，公司坚持精品化产品开发策略，形成了良好的社会口碑和企业口碑。

表 10 公司房地产业务产品线情况

产品系列	业态	定位	代表项目
孔雀城	京郊低密度住宅	精英家庭第二居所	永定河孔雀城、大运河孔雀城、潮白河孔雀城、八达岭孔雀城
大卫城	轻轨沿线中小户型	都市白领首居	大卫城 4 线、6 线
华夏系列	住宅、商业、综合体	都市成熟客户首居	华夏花园、华夏经典、华夏铂宫、第五大街
兰亭系列	中式园林生态小镇	成熟年龄阶层精神需求	兰亭新镇

资料来源：根据公司提供资料整理

公司融资渠道畅通，与金融机构合作关系良好，为产业新城建设提供了资金保障

公司融资渠道畅通，间接融资渠道主要包括银行、信托及基金借款等，直接融资渠道主要包括发行债券和股权融资，多元化的融资渠



道为产业新城建设提供了良好的资金保障。公司采用市场化手段，与国内各大商业银行、国家开发银行等政策性银行、信托公司、证券公司、基金公司等建立了稳定的信贷合作关系，同时各类产业基金和房地产信托投资基金为产业新城和城市产业综合体建设提供了有利保障。截至 2015 年 9 月末，公司获得交通银行、国家开发银行及中国银行等多家银行的授信额度，且剩余授信额度较大，对公司间接融资提供较大空间。

2015 年以来，公司成功发行多期公司债券，发行利率均在 6% 以内，较低的债券融资利率有利于降低公司的融资成本；同时公司为上市公司，可以进行股权融资。预计未来 1~2 年，随着公司发债数量与规模的增加，公司总融资成本将进一步降低。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

公司成立于 1998 年，前身为廊坊市华夏房地产开发有限公司，2011 年公司完成借壳上市（证券代码：600340.SH），截至 2015 年 9 月末，公司注册资本 26.46 亿元，公司控股股东华夏幸福基业控股股份公司持有公司 68.88% 股权，实际控制人为王文学。

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理规则》和中国证监会、上海证券交易所的法律法规规定，建立了完善的法人治理结构及生产经营管理机构。公司不断完善公司法人治理机构，建立健全内部控制制度，规范公司运作。公司股东大会、董事会、监事会及各经营层职责明确，确保公司安全稳定持续发展。

战略与管理

公司致力于打造产业新城，建设幸福城市，在全面贯彻落实既定公司战略的基础上，坚持产业新城业务模式，不断深化公司发展战略，提出坚决打造标杆能力和坚决打造区域经济发展能力等竞争策略，及聚焦大北京、深耕现有区域和提升产品价值等增长策略，基于深化公司发展战略成果，公司优化调整了管理架构，公司总部定位于战略运营型向战略投资型转变，新设产业新城集团、产业发展集团、城市发展集团、地产集团和物业集团五大集团，形成了总部、业务集团和区域公司的分层次组织架构。通过组织变革，提高了业务运营精益化水平，提升了组织张力，增强了区域竞争优势，为实现快速跨区复制奠定了组织基础。

抗风险能力

公司主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务，产业新城开发建设是公司主要的收入和利润来源；公司产业新城开发模式契合国家产业政策和政府诉求，基于优秀的战略规划能力、投资建设能力



和较强的招商能力，公司受托园区发展良好，可复制能力较强，签约入园企业和投资金额增长较快，公司地产业务主要集中在环北京区域，合理价差和成熟的产品线有效保证园区配套住宅和城市住宅的快速去化；公司融资渠道畅通，与金融机构合作关系良好，为产业新城建设提供了资金保障，公司发债逐渐增多，且成本控制较好，同时公司为上市公司，拥有直接融资的优势，有利于降低整体融资成本。综合来看，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月财务报表。中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2012~2014 年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年 1~9 月财务报表未经审计。

资产质量

公司资产规模持续增长，资产以流动资产为主，随着园区土地整理面积的扩大及地产业务的投入增长，公司存货规模增长较快

公司资产以流动资产为主，其中存货和货币资金占比很高。随着园区开发的不断推进，公司资产规模持续增长。

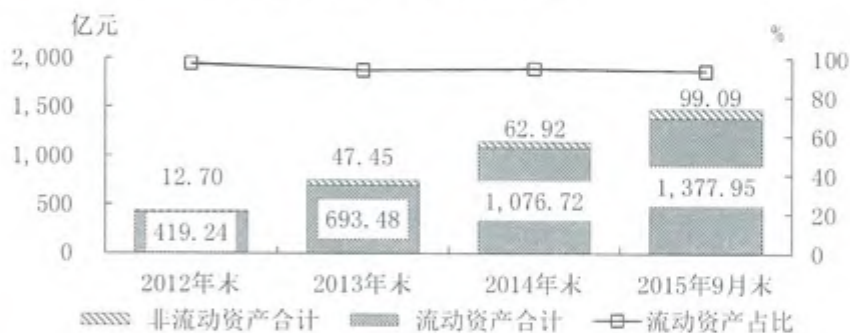


图 1 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司资产结构

公司流动资产构成主要由存货和货币资金构成。2014 年末，存货和货币资金合计占流动资产比重为 87.78%。2012~2014 年末，公司存货分别为 322.80 亿元、540.58 亿元和 783.16 亿元，由于园区土地整理、基础设施建设、工程施工及开发成本³逐年增加，存货规模增长较快；2014 年末存货占流动资产的比重为 72.74%，其中开发成本和土地整理分别为 461.80 亿元和 162.29 亿元，占存货比重分别为 58.97%和 20.72%。同期，公司货币资金分别为 55.56 亿元、99.44 亿元和 161.94 亿元，占流动资产比重分别为 13.25%、14.34%和 15.04%，主要由于预

³ 存货中开发成本一般包括土地使用权出让金、土地征收及拆迁安置补偿费、前期工程费、建安工程费、基础设施费、公共配套设施费和开发期间税费等。



收房款及长短期借款增加所致，货币资金占总资产比重保持较高水平。2014 年末受限货币资金 19.54 亿元，主要包括银行存单质押借款、银行承兑汇票保证金、融资保证金及履约保证金。

公司产业新城建设主要与地方政府合作，因此应收账款对象主要是地方政府，2012~2014 年末，公司应收账款分别为 14.11 亿元、17.44 亿元和 51.37 亿元，2014 年末应收账款同比大幅增长，应收账款金额前五名分别为固安工业区财政分局、大厂回族自治县财政局、昌黎工业园区管理委员会、沈水生态科技开发区管理委员会和大厂潮白河工业园区管理委员会，账龄集中在一年以内。

2015 年 9 月末，公司货币资金为 307.12 亿元，较 2014 年末大幅增长 89.65%，主要因房地产业务回款增加及长短期借款增加，其中受限货币资金 11.37 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和履约保证金；存货 874.90 亿元，较 2014 年末增长 11.71%；应收账款 78.15 亿元，较 2014 年末大幅增长 52.11%，主要由于与固安工业区财政分局的结算款大幅增长所致；其他应收款 17.26 亿元，较 2014 年末大幅增长 82.30%，主要是新增应收平安信托有限公司增资认缴款所致；公司其他流动资产科目较 2014 年末变动不大。

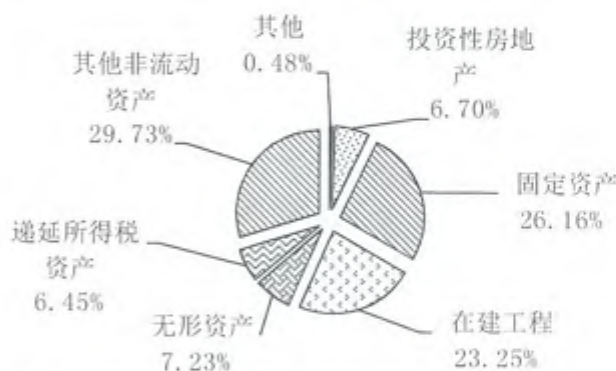


图 2 2014 年末公司非流动资产构成情况

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、其他非流动资产、无形资产、投资性房地产和递延所得税资产构成。2012~2014 年末，公司固定资产分别为 2.04 亿元、7.60 亿元和 16.46 亿元，固定资产逐年增长主要是在建的房屋及建筑物完工转入所致，截至 2014 年末公司固定资产中用于长期借款抵押的价值为 0.65 亿元；在建工程分别为 7.08 亿元、13.39 亿元和 14.63 亿元，2014 年末公司在建工程主要有固安供热项目和固安电子商务产业园一期等；其他非流动资产分别为 0 亿元、17.77 亿元和 18.71 亿元，2013 年新增 17.77 亿元，主要包括公司以 3.06 亿元债券认购 30,600 万份建信信托有限责任公司发行“建信信托—固安旧城改造二期股权投资集合资金信托计划”次级收益份额权、以 4 亿元认购上海金元惠理资产管理有限公司发行“金元惠理共赢 4 号专项资产管理计划”40,000 万份劣后级份额、以及 2013



年 11 月 18 日，公司第四届董事会第四十次会议审议通过了《华夏幸福关于出资设立有限合伙企业的议案》，公司拟出资人民币 100,000 万元认缴嘉兴丰韬股权投资合伙企业股权投资合伙企业（有限合伙）的财产份额；公司无形资产分别为 0.83 亿元、3.49 亿元和 4.55 亿元，主要为土地使用权逐年增加所致；投资性房地产分别为 1.16 亿元、2.19 亿元和 4.21 亿元，逐年增加，主要原因是公司部分房产项目持有目的发生变化由出售变为自持出租；递延所得税资产分别为 1.36 亿元、2.82 亿元和 4.06 亿元，逐年增加。

2015 年 9 月末，公司固定资产为 19.04 亿元，较 2014 年末增长 15.71%；其他非流动资产为 46.59 亿元，较 2014 年末大幅增加 27.88 亿元，主要由于新增投资专项资管计划所致，公司作为《大成创新资本景新 19 号专项资产管理计划资产管理合同》的委托人，交付该合同项下的第二期、第三期委托财产各 10 亿元，委托大成创新资本管理有限公司进行资产管理；无形资产为 8.07 亿元，较 2014 年末大幅增长 77.37%，主要由于土地使用权及河北华夏幸福足球队技术增加所致；公司其他非流动资产科目较 2014 年末变化不大。

截至 2015 年 6 月末¹，公司用于获得银行及其他借款而抵质押的资产共计 120.56 亿元，占总资产比重为 8.16%，以货币资金、存货、固定资产和无形资产为主，受限资产占总资产比重很小，对资产流动性产生影响很小。

2012~2014 年及 2015 年 1~9 月，公司存货周转天数分别为 1,307.65 天、1,114.91 天、1,379.76 天和 1,414.40，由于存货中包含土地整理等，存货周转效率较低；应收账款周转天数分别为 25.58 天、26.97 天、46.07 天和 69.86 天。

综合来看，随着公司经营规模的扩大，园区投入不断增大，公司存货规模增长较快，同时由于经营回款及借款规模增长，公司货币资金在流动资产中占比保持较高水平。

资本结构

随着园区拓展对资金需求的增长，公司债务规模增长较快，负债以流动负债为主，流动负债中预收款项占比较大

随着园区拓展资金需求逐步增大，公司债务规模持续增长。2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司负债以流动负债为主，资产负债率保持较高水平。

¹ 公司未提供截至 2015 年 9 月末的受限资产情况。

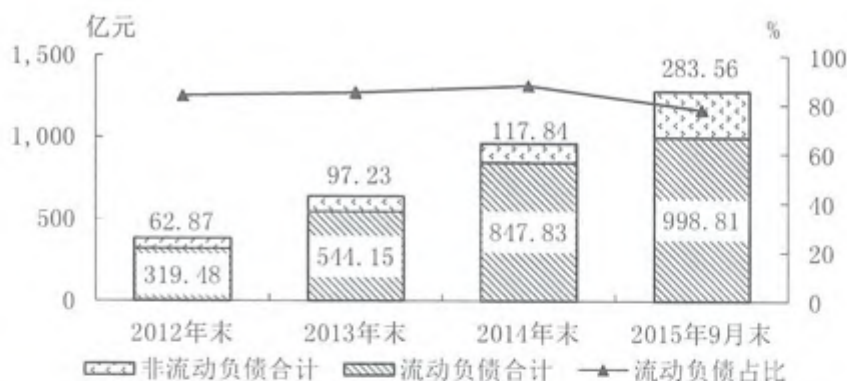


图3 2012~2014年末及2015年9月末公司负债结构

公司流动负债主要由预收款项、一年内到期的非流动负债、应付账款及短期借款等构成。2012~2014年末，公司预收款项分别为242.53亿元、349.81亿元和439.80亿元，预收款项逐年增长，主要为未达到收入确认条件的预收房款等增加所致，2014年末公司预收款项账龄一年以内的占比65.97%，预计未来1~2年随着商品房交予客户预收款项将逐步结转为公司营业收入。2012~2014年末，公司一年内到期的非流动负债分别为19.28亿元、64.07亿元和132.80亿元，主要是一年内到期的长期借款增加所致；同期，公司应付账款分别为26.78亿元、58.16亿元和117.91亿元，主要是应付工程款增加所致，2014年末一年以内应付账款占比83.17%；同期，短期借款分别为6.70亿元、33.95亿元和79.38亿元，2014年末短期借款中抵押借款1.66亿元，质押借款31.22亿元，保证借款35.00亿元，信用借款11.50亿元。

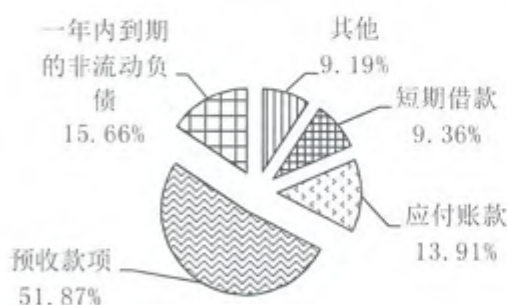


图4 2014年末公司流动负债构成情况

2015年9月末，公司预收款项为600.29亿元，较2014年末增长36.49%，主要由于预收购房款增加所致；一年内到期的非流动负债为126.20亿元，较2014年末下降4.97%；应付账款为100.62亿元，较2014年末下降14.66%；短期借款为99.97亿元，较2014年末增长25.94%；公司其他主要流动负债科目较2014年末未发生较大变化。

公司非流动负债主要由长期借款构成。2012~2014年末，公司长期借款分别为52.28亿元、73.04亿元和94.89亿元，持续增长，2014



年末其中质押借款为 69.75 亿元，主要以持有的廊坊京御房地产开发有限公司、九通基业投资有限公司等公司部分股权做质押、以及三浦威特园区建设发展有限公司等公司应收账款质押；抵押借款 10.73 亿元，以公司持有的存货（包括土地使用权及地上项目）、投资性房地产和固定资产提供抵押；保证借款为 14.40 亿元，主要由公司控股股东、实际控制人提供保证担保。2015 年 9 月末，公司长期借款增长至 237.02 亿元，较 2014 年末大幅增长 149.79%，公司开发规模扩大使得对长期资金的需求增加。

表 11 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 9 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务	238.73	233.17	102.52	26.18
长期有息债务	283.06	100.89	80.45	52.83
总有息债务	521.78	334.07	182.97	79.01
总有息债务占总负债比重	40.69	34.59	28.53	20.66

由于产业新城前期资金投入较大，且随着公司拓展园区不断增多，公司通过银行借款和信托借款等多种融资渠道筹集资金，公司有息债务规模增长较快。2012 年以来，公司长短期有息债务均逐年增加，总有息债务占总负债的比重持续增长。截至 2015 年 9 月末，公司长期有息债务大幅增加，主要由于 2015 年公司发行的公司债大幅增加所致，短期有息债务较为稳定，货币资金可以完全覆盖短期有息债务。综合来看，公司流动性较为充裕，短期偿债压力一般。

表 12 截至 2015 年 9 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	>3 年	合计
金额	238.73	192.98	66.12	23.95	521.78
占比	45.75	36.99	12.67	4.59	100.00

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司所有者权益分别为 49.59 亿元、99.55 亿元、173.96 亿元和 194.66 亿元，所有者权益逐年增长，主要是由于公司未分配利润增长所致；同期，股本分别为 8.82 亿元、13.23 亿元、13.23 亿元和 26.46 亿元，2015 年 9 月末股本较 2014 年末大幅增加 13.23 亿元，主要由于公司以 2014 年 12 月 31 日公司总股本 1,322,879,715 股为基数，向全体股东每 10 股送红股 10 股（含税）。

表 13 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司短期偿债能力指标（单位：倍、%）

指标	2015 年 9 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
流动比率	1.38	1.27	1.27	1.31
速动比率	0.50	0.35	0.28	0.30
保守速动比率	0.31	0.19	0.18	0.17
资产负债率	86.82	84.74	86.56	88.52
长期资产适合率	482.60	463.78	414.69	885.68



2012~2014年末及2015年9月末,公司流动比率和速动比率有所波动,速动资产对流动负债的保障程度较弱;同期,公司资产负债率始终处于很高水平,预收款项占流动负债的比重分别为75.91%、64.29%、51.87%和60.10%,占比较大,有利于保障公司未来收入;公司长期资产适合率处于较高水平,长期资本对长期资产的保障程度很高。

公司按照房地产经营惯例为商品房购买人提供按揭贷款担保,该担保为阶段性连带担保,担保期限自公司、按揭银行与购房者签订的抵押贷款合同生效之日起,至公司为购房者办妥《房屋所有权证》并协助按揭银行办理抵押登记且将《他项权利证书》交予按揭银行之日止。截至2015年9月末,公司为商品房购买人提供的阶段性担保额为313.24亿元,担保比率为160.92%,公司无其他对外担保事项。

综合来看,随着公司园区拓展对资金的需求逐步提高,公司债务规模持续增长,公司融资渠道多样,融资成本处于较高水平,公司流动负债中预收款项规模较大,有利于保障公司未来收入水平。

盈利能力

公司营业收入随结算规模的增长逐年大幅提升,受结转地产项目售价及成本变动影响,综合利润率有所波动;公司净资产收益率很高,盈利能力很强

2012~2014年,公司收入保持高速增长,持续良好的地产销售业绩为公司结转收入奠定了基础;公司毛利率有所波动,2014年随着毛利率处于较高水平的产业发展业务比重的逐步提高,公司综合毛利率有所回升。

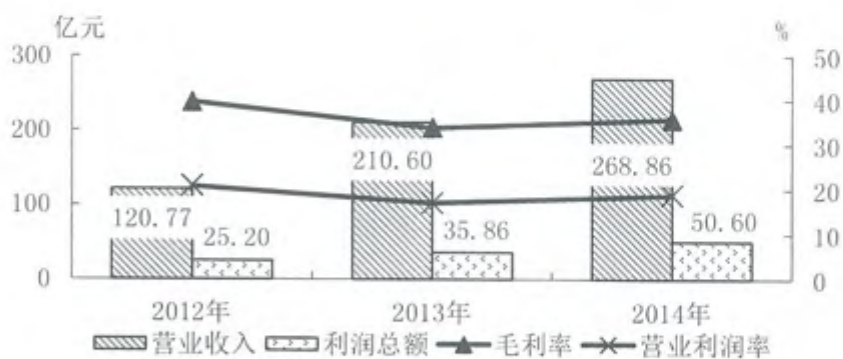


表5 2012~2014年公司收入及盈利情况

公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成,随着公司经营规模的扩大逐年有所增长;财务费用有所波动,整体处于较低水平,主要由于公司将为项目建设投资的借款所发生的相应利息费用予以资本化处理。2012~2014年,公司期间费用占营业收入的比重分别为12.23%、10.16%和10.17%,在销售规模扩大的情况下,公司期间费用



率保持较低水平。

表 14 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司期间费用及其占营业收入比重情况 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年 1~9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	7.71	3.08	9.54	3.55	8.73	4.15	7.18	5.95
管理费用	15.30	6.11	17.54	6.52	11.51	5.46	7.77	6.44
财务费用	-0.66	-	0.28	0.10	1.15	0.55	-0.18	-0.15
期间费用	22.34	8.93	27.35	10.17	21.39	10.16	14.77	12.23

2012~2014 年, 公司利润总额和净利润逐年提升, 净资产收益率⁵分别为 37.65%、26.98%和 21.85%, 公司通过“园区+地产”的独特盈利模式实现了较高的净资产收益率; 总资产报酬率分别为 5.90%、5.07%和 4.55%, 因公司资产规模增长较快, 资产盈利水平逐年下降。

2015 年 1~9 月公司实现营业收入 250.30 亿元, 同比增长 39.58%; 毛利率为 36.77%, 同比降低 2.48 个百分点; 投资收益为 2.63 亿元, 同比大幅增加 2.07 亿元, 主要由于理财产品收益与委托资产收益大幅增加所致; 利润总额和净利润分别为 56.32 亿元和 40.95 亿元, 同比分别增长 28.48%和 28.54%。

综合来看, 公司凭借自身“园区+地产”模式保持了较强的盈利能力, 预计未来 1~2 年随着园区开发规模的扩大, 公司收入和利润规模将持续增长。

现金流

2013 年以来受园区拓展支出规模增长影响, 公司经营性净现金流持续净流出; 投资性净现金流持续流出主要为投资活动较多; 公司在建园区较多, 未来资金支出压力较大, 筹资需求较大

2012~2014 年, 公司经营性净现金流连续下降, 受园区开发支出影响较大, 经营性净现金流对债务保障程度较弱。

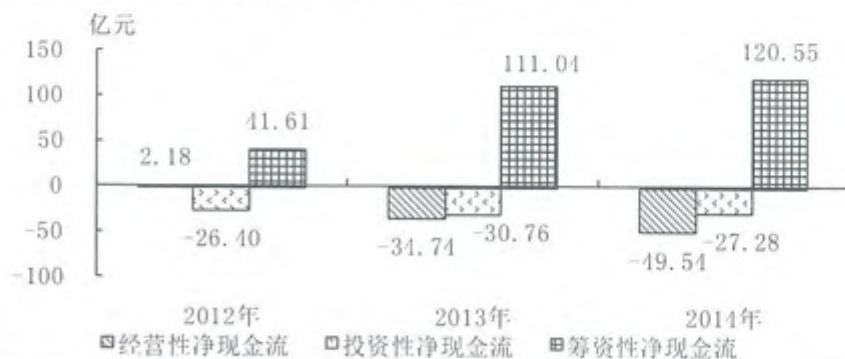


图 6 2012~2014 年公司现金流情况

⁵ 根据 wind 资讯, 2012~2014 年, 房地产行业净资产收益率平均值依次为 6.90%、6.70%及 6.00%。



2012~2014 年，公司投资性净现金流分别为-26.40 亿元、-30.76 亿元和-27.28 亿元，公司收购子公司及购买理财产品等支出较多导致投资性现金流持续净流出；同期，公司筹资性净现金流分别为 41.61 亿元、111.04 亿元和 120.55 亿元，筹资性净现金流大幅增长主要由于随着园区拓展规模逐步增大，公司自有资金无法满足成长需求，公司通过多种融资渠道借款规模大幅增长所致。

表 15 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司现金流对债务保障能力情况（单位：%、倍）

项目	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性现金净流/流动负债	2.63	-7.12	-8.05	0.82
经营性现金净流/总负债	2.16	-6.17	-6.79	0.70
经营性净现金流利息保障倍数	0.97	-1.91	-2.49	0.39

2015 年 1~9 月，公司经营性净现金流为 24.24 亿元，主要由于预收房款增加较多所致；投资性净现金流为-57.70 亿元，流出较多，主要由于回购公司少数股权所致；筹资性净现金流为 186.81 亿元，流入较多，主要由于公司业务规模扩大，融资借款增加较多所致。截至 2015 年 9 月末，公司在建园区较多，未来投资规模较大，公司存在一定资金支出压力。

综合来看，公司经营性净现金流受园区资金投入影响较大，受园区拓展支出规模增长影响，经营性净现金流对债务及利息保障能力较弱；公司未来园区投入保持较大规模，存在一定资金支出压力。

偿债能力

2012 年以来，公司负债和有息债务规模均逐年增长，总有息债务占总负债比重一般。截至 2015 年 9 月末，公司总有息债务为 521.78 亿元，占总负债比重为 40.69%，其中短期有息债务为 238.73 亿元。同期，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，同时货币资金占总资产比重保持较高水平。凭借园区与地产联动开发模式公司收入和利润规模增长较快，净资产收益率保持在较高水平；同时园区开发规模投入较大导致公司经营性净现金流对债务保障程度较弱。未来随着公司园区的不断开发投入，公司仍将对资金有较大的需求，公司与主要银行保持良好的合作关系，外部融资能力很强，同时公司为上市公司，拥有直接融资的优势，且公司债券发行逐渐增多，利率较低，有利于其偿债能力的增强。综合来看，公司偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2015 年 11 月 9 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件，截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的债务融资工具未到付息日。



结论

产业园区开发具有产业聚集效用和规模效用，能够促进产业结构升级，加快区域经济发展；房地产行业既是中国经济发展的重要支柱产业，同时也是直接关系到国民生活利益的民生产业，为了改善民生促进社会和谐稳定，国家及地区宏观调控措施调整频繁，房地产企业面临一定的政策风险。公司主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务，产业新城开发建设是公司主要的收入和利润来源；公司产业新城开发模式契合国家产业政策和政府诉求，基于优秀的战略规划能力、投资建设能力和较强的招商能力，公司受托园区发展良好，可复制能力较强，签约入园企业和投资金额增长较快，公司地产业务均位于核心城市外溢区域，合理价差和成熟的产品线有效保证了园区配套住宅和城市住宅的快速去化；同时公司融资渠道多样，与金融机构合作关系良好，为产业新城建设提供了资金保障。公司流动负债资产中预收款项占比较大，有利于保障公司未来收入水平；但随着公司园区的不断拓展，公司面临一定的资金支出压力，经营性净现金流对债务的保障程度较弱。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，公司主营业务将继续保持稳定增长。因此，大公对华夏幸福的评级展望为稳定。



跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

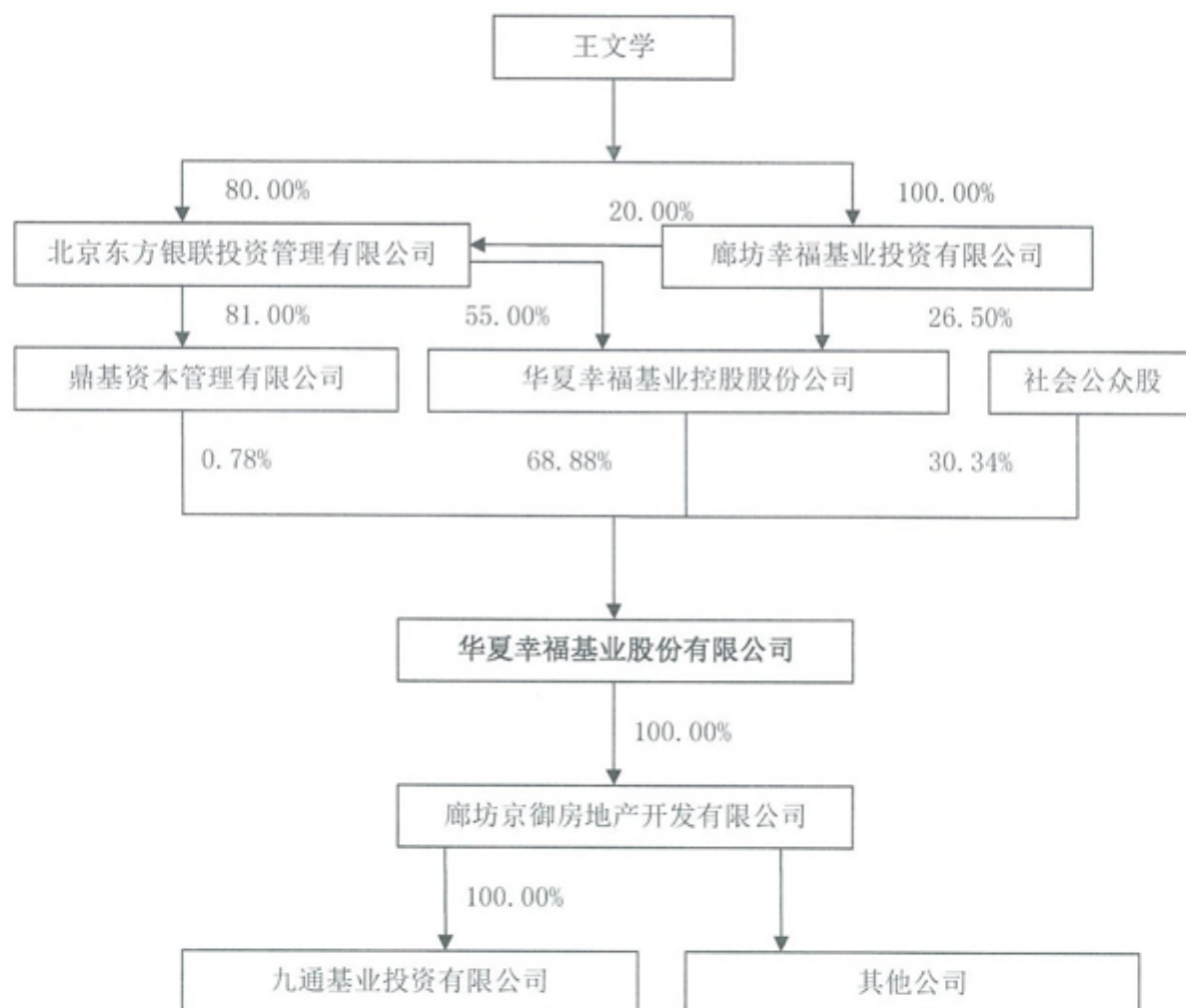
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。



附件1 截至2015年9月末华夏幸福基业股份有限公司股权结构图





截至 2015 年 9 月末华夏幸福基业股份有限公司组织结构图





附件 3

华夏幸福基业股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	3,071,197	1,619,392	994,376	555,648
应收账款	781,453	513,748	174,429	141,102
预付款项	333,090	298,332	239,625	130,024
其他应收款	172,574	94,664	100,633	137,472
存货	8,748,955	7,831,603	5,405,776	3,228,021
流动资产合计	13,779,476	10,767,229	6,934,838	4,192,376
固定资产	190,437	164,576	75,963	20,443
在建工程	146,216	146,267	133,852	70,827
无形资产	80,708	45,502	34,886	8,295
非流动资产合计	990,927	629,190	474,543	126,968
资产总计	14,770,403	11,396,419	7,409,381	4,319,345
占资产总额比 (%)				
货币资金	20.79	14.21	13.42	12.86
应收账款	5.29	4.51	2.35	3.27
预付款项	2.26	2.62	3.23	3.01
其他应收款	1.17	0.83	1.36	3.18
存货	59.23	68.72	72.96	74.73
流动资产合计	93.29	94.48	93.60	97.06
固定资产	1.29	1.44	1.03	0.47
在建工程	0.99	1.28	1.81	1.64
无形资产	0.55	0.40	0.47	0.19
非流动资产合计	6.71	5.52	6.40	2.94
负债类				
短期借款	999,705	793,800	339,460	67,000
应付票据	125,509	209,940	45,000	2,000
应付账款	1,006,246	1,179,098	581,553	267,797
预收款项	6,002,920	4,397,967	3,498,138	2,425,273
其他应付款	350,008	321,993	245,973	179,225
一年内到期的非流动负债	1,262,047	1,328,000	640,720	192,800
流动负债合计	9,988,148	8,478,350	5,441,509	3,194,814
长期借款	2,370,198	948,861	730,390	522,820
专项应付款	4,224	168,561	166,800	99,269
非流动负债合计	2,835,640	1,178,442	972,348	628,671
负债合计	12,823,788	9,656,791	6,413,857	3,823,485

附件 3 华夏幸福基业股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
占负债总额比 (%)				
短期借款	7.80	8.22	5.29	1.75
应付票据	0.98	2.17	0.70	0.05
应付账款	7.85	12.21	9.07	7.00
预收账款	46.81	45.54	54.54	63.43
其他应付款	2.73	3.33	3.84	4.69
一年内到期的非流动负债	9.84	13.75	9.99	5.04
流动负债合计	77.89	87.80	84.84	83.56
长期借款	18.48	9.83	11.39	13.67
专项应付款	0.03	1.75	2.60	2.60
非流动负债合计	22.11	12.20	15.16	16.44
权益类				
实收资本（股本）	264,576	132,288	132,288	88,192
资本公积	2,085	2,085	1,586	1,586
盈余公积	54,281	54,281	37,583	24,934
未分配利润	905,806	790,583	493,586	316,932
归属于母公司所有者权益	1,229,941	979,357	665,042	431,644
少数股东权益	716,674	760,271	330,482	64,215
所有者权益合计	1,946,615	1,739,628	995,524	495,859
损益类				
营业收入	2,503,048	2,688,555	2,105,975	1,207,694
营业成本	1,582,564	1,726,920	1,393,904	728,801
销售费用	77,072	95,355	87,315	71,821
管理费用	152,969	175,351	115,059	77,733
财务费用	-6,630	2,807	11,491	-1,819
投资收益	26,312	9,016	2,483	-111
营业利润	559,350	506,373	358,054	251,481
利润总额	563,229	505,964	358,599	251,966
所得税	153,682	125,823	89,962	65,294
净利润	409,547	380,141	268,638	186,672
占营业收入比 (%)				
营业成本	63.23	64.23	66.19	60.35
销售费用	3.08	3.55	4.15	5.95
管理费用	6.11	6.52	5.46	6.44
财务费用	-0.26	0.10	0.55	-0.15

附件 3 华夏幸福基业股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
投资收益	1.05	0.34	0.12	-0.01
营业利润	22.35	18.83	17.00	20.82
利润总额	22.50	18.82	17.03	20.86
所得税费用	6.14	4.68	4.27	5.41
净利润	16.36	14.14	12.76	15.46
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	242,426	-495,401	-347,442	21,753
投资活动产生的现金流量净额	-577,028	-272,753	-307,599	-263,996
筹资活动产生的现金流量净额	1,868,125	1,205,471	1,110,404	416,077
财务指标				
EBIT	568,773	518,992	375,389	254,717
EBITDA	-	531,497	381,935	259,303
总有息债务	5,217,829	3,340,686	1,829,670	790,120
毛利率(%)	36.77	35.77	33.81	39.65
营业利润率(%)	22.35	18.83	17.00	20.82
总资产报酬率(%)	3.85	4.55	5.07	5.90
净资产收益率(%)	21.04	21.85	26.98	37.65
资产负债率(%)	86.82	84.74	86.56	88.52
债务资本比率(%)	72.83	65.76	64.76	61.44
长期资产适合率(%)	482.60	463.78	414.69	885.68
流动比率(倍)	1.38	1.27	1.27	1.31
速动比率(倍)	0.50	0.35	0.28	0.30
保守速动比率(倍)	0.31	0.19	0.18	0.17
存货周转天数(天)	1,414.40	1,379.76	1,114.91	1,307.65
应收账款周转天数(天)	69.86	46.07	26.97	25.58
经营性净现金流/流动负债(%)	2.63	-7.12	-8.05	0.82
经营性净现金流/总负债(%)	2.16	-6.17	-6.79	0.70
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.97	-1.91	-2.49	0.39
EBIT 利息保障倍数(倍)	2.27	2.00	2.69	4.55
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	2.05	2.74	4.63
现金比率(%)	30.75	19.10	18.27	17.39
现金回笼率(%)	163.51	126.59	149.36	151.19
担保比率(%)	160.92	111.15	135.97	48.56



附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁶ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁷ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁶ 前三季度取 270 天。

⁷ 前三季度取 270 天。



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%



附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。

C 级：不能偿还债务。

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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。