



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪275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”的信用状况进行了跟踪分析。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
二零一六年六月二十三日

华远地产股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	华远地产股份有限公司		
发行年限	5 年期		
发行规模	人民币 14 亿元		
存续期限	2015/4/27~2020/4/27		
上次评级时间	2015/6/17		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

华远地产	2013	2014	2015	2016.3
所有者权益（亿元）	36.69	42.79	47.08	47.50
总资产（亿元）	176.54	204.52	215.53	249.38
总债务（亿元）	77.68	100.86	111.40	142.83
营业总收入（亿元）	47.28	67.60	74.49	6.26
营业毛利率（%）	38.89	24.06	23.34	32.15
EBITDA（亿元）	12.01	9.72	11.48	-
所有者权益收益率（%）	22.99	15.75	17.37	3.50
资产负债率（%）	79.22	79.08	78.16	80.95
总债务/EBITDA（X）	6.47	10.37	9.70	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.97	1.08	1.35	-
净负债率（%）	133.42	167.81	196.14	256.05

注：1、上述所有者权益含少数股东权益；
2、华远地产 2013 年财务数据经追溯调整；
3、华远地产 2013~2016.Q1 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；
4、2016 年一季度所有者权益收益率已经年化处理。

分析师

万艳 ywan@ccxr.com.cn
虎珊珊 husspang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 23 日

基本观点

2015 年，华远地产股份有限公司（以下简称“华远地产”或“公司”）收入规模持续稳步提升，盈利能力较去年有所增强，同时公司重新调整开发区域，从市场饱和度较高的青岛区域撤出，深耕北京、西安、长沙、天津等有发展潜力的城市，区域布局相对合理；此外，公司通过发行公司债券成功降低融资成本，债务结构持续优化。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到公司在西安和长沙项目占比偏高、面临一定的去化压力，其债务规模持续上升、未来仍面临一定的资金压力，这些因素都将在一定程度上影响到公司的信用水平。

综上，中诚信证评将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

- 收入规模持续上升，盈利能力增强。2015 年，受公司当年达到结转条件的竣工面积上升影响，其房地产结转收入较上年同期稳步提升，相应其自身业务盈利能力亦有所增强。
- 区域布局有所优化。2015 年公司重新调整开发区域，从市场饱和度较高的青岛区域退出，同时进入天津市场，为深耕京津冀区域奠定基础，目前公司项目区域集中在北京、西安、长沙和天津，当年上述四个城市结转收入占比分别为 43.15%、30.02%、9.18%和 17.66%，区域布局相对合理。
- 融资成本降低，债务结构合理。2015 年，公司积极通过发行公司债券、非公开发行股票等多种融资形式募集资金，降低融资成本，当年公司成功发行两次公司债券，融资成本降至 7.72%，同期长短期债务比降至 0.29 倍，债务期限结构持续优化。

关 注

- 部分区域项目面临去化压力。截至 2015 年末，公司存货账面金额为 177.22 亿元，其中已竣工项目开发产品为 37.87 亿元，占比 21.37%，且西安、长沙的已竣工项目偏多，需对其去库存情况保持关注。
- 债务规模持续上升，未来仍面临一定的资金压力。由于项目规模的扩大，公司总债务规模持续上升，相应财务杠杆比例处于较高水平，同时，随着在建、拟建项目推进以及新增土地储备支出扩大，公司未来仍面临一定的资金支出压力。

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对象构成委托关系外，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 and 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评级对象提供，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。本次债券募集资金初步计划为 7 亿元偿还金融机构借款，剩余募集资金用于补充公司流动资金。

基本分析

2015 年，在宽松的政策环境带动下，我国房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，

增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1,155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，房地产市场去化情况的区域差异值得关注。

房地产政策方面，2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税免征年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，

小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则增加 1.86 个百分点至 39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

2015 年，公司适时加快房地产开发节奏，新开工面积及竣工面积均大幅增长，同时结算收入规模稳步提升；但由于当年可售面积减少，其销售面积和销售额均有所下滑

2015 年以来随着房地产行业趋于回暖，公司相应加快项目新开发节奏。当年实现开工面积为 296.7 万平方米，同比增长 27.6%，其中新开工面积为 103.0 万平方米，同比大幅增长 83.3%；同期，公司竣工面积为 133.6 万平方米，较上年增长 93.1%。竣工项目包括北京铭悦园项目，北京澜悦项目，西安海蓝城二、三、四期项目，西安锦悦一期项目，天津波士顿 44#地项目。截至 2015 年末，公司在建面积为 163.1 万平方米。

表 1：2013~2015 年公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元

	2013	2014	2015
开复工面积	206.6	232.5	296.7
其中：新开工面积	75.1	56.2	103.0
竣工面积	30.8	69.2	133.6

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，2015 年末公司在建项目合计 11 个，在建项目总建筑面积为 214.7 万平方米，项目投资总额约 228.8 亿元，已完成投资额 147.9 亿元。从项目区域分布来看，伴随着城市销售格局的分化，公司大力推进城市布局调整，从市场饱和度较高的青岛区域退出，继续深耕北京、西安、长沙等有发展潜力的城市，同时，2015 年公司正式进入天津市场，进一步布局京津冀区域。目前公司项目开发区域主要集中在北京、西安、长沙和天津四个城市。其中，北京地区在建项目建筑面积约占当年在建总建筑面积的 37.82%，包括北京铭悦好天地项目、和墅项目、华中心项目（原门头沟项目）和西红世项目（原西红门项目）；西安地区在建项目建

筑面积约占当年在建总建筑面积的 27.15%，包括西安海蓝城五期项目和西安锦悦二期项目；长沙地区在建项目为长沙华中心项目，项目建筑面积占当年在建总建筑面积的 27.99%；天津地区在建项目为天津波士顿 43#地和 37#地项目，项目建筑面积占当年在建总建筑面积的 7.03%。拟建项目方面，2016 年公司拟建项目为长沙华中心二期项目、北京石景山苹果园项目和西安枫悦项目，拟建项目总建筑面积约 74 万平方米，其中西安枫悦项目系公司于 2016 年 1 月新获取的项目，规划建筑面积约 40 万平方米，包含住宅、商业等多种业态，公司计划于 2016 年开工建设并开盘销售。

表 2：截至 2015 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	投资总额	已投资金额	项目进度
北京铭悦好天地	15.8	19.9	18.2	进行竣工备案手续办理
北京和墅	18.8	20.5	17	进行商品房施工
北京华中心	30.2	50.2	33.2	进行结构施工
北京西红世	16.4	26.2	14.3	进行结构施工
西安海蓝城五期	31.1	19	8.5	进行结构施工
西安海蓝城六期	20.9	12.8	4.3	进行土方施工
西安锦悦二期	6.3	5.5	2.6	进行装饰、机电施工
长沙华中心三四期	50.2	63.2	45.2	进行精装修施工
长沙华中心五期	9.9			进行结构施工
天津波士顿 43#地	13.6	9.7	4.3	进行结构施工
天津波士顿 37#地	1.5	1.8	0.3	进行土方桩基施工
合计	214.7	228.8	147.9	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

房地产销售方面，2015 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 37.6 万平方米和 47.1 亿元，同比下降 26.56%和 18.37%；同期，公司实现结算面积和结算额分别为 65.11 万平方米和 74.41 亿元，受公司当年达到结转条件的竣工面积上升影响，其结算面积及结算金额均较上年稳步提升。从销售区域分布来看，2015 年北京、西安、长沙和天津签约销售额占比分别为 60.51%、21.44%、10.83%和 7.22%，受北京房地产市场回暖

提振，其在北京区域销售收入占比有所提高。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，包括北京铭悦园、北京澜悦、北京和墅等项目，整体销售均价约 16,864 元/平方米；西安地区以开发住宅产品为主，包括西安海蓝城和西安锦悦一期，整体销售均价约 7,014 元/平方米；长沙地区销售产品为长沙华中心项目，该项目系大型城市综合体，销售均价约 18,889 元/平方米；天津地区销售产品为波士顿 44#地项目，该项目销售均价约 12,527 元/平方米。

根据公司经营计划，2016 年公司可售项目包括北京铭悦好天地项目、北京和墅项目、北京华中心项目、北京西红世项目，西安海蓝城一至五期项目、西安锦悦一期和二期项目、西安枫悦项目，长沙华中心三至五期项目，天津波士顿 43#地项目，2016 年公司签约销售额计划增长 40%以上。2016 年一季度公司实际完成签约销售额为 7.01 亿元，同比减少 36.04%；签约销售面积为 5.88 万平方米，同比减少 28.90%。

跟踪期内，公司继续保持较为审慎的土地拓展策略，整体土地储备规模偏小，但区域结构较为合理，京津冀区域土地储备占比大，未来获利前景较好

土地储备方面，2015 年公司继续保持较为审慎的土地拓展策略，全年新增 4 个土地储备项目，分别为天津波士顿 44#地、43#地、37#地项目和北京石景山苹果园项目，新增土地储备建筑面积为 56.8 万平方米，新增土地储备购地金额为 44.49 亿元，与当年签约销售额相比，其土地储备支出规模偏大。此外，2016 年公司计划土地储备支出金额约 60 亿元，未来仍面临一定的资本支出压力。从储备项目获取的方式来看，2015 年公司主要通过竞拍和收购的方式获取土地资源，其中北京石景山苹果园项目系公司在 2015 年 11 月竞拍取得的土地储备，天津波士顿 44#地、43#地、37#地项目系公司通过收购阳菱光辉（天津）房地产开发有限公司和菱华阳光（天津）房地产开发有限公司取得的项目储备。截至 2015 年末，公司土地储备占地面积为 27.6 万平方米，土地储备规划建筑面积 85.4 万平方米（权

益前），较上年末减少 37.2 万平方米，其中北京区域占比 37.12%，长沙区域占比 22.13%，天津区域占比 40.75%。目前公司仍为对原有土地储备进行消化，以公司 2016 年计划新开工面积计算，在不考虑新增土地储备，现有土地储备面积可支撑公司 1~2 年的开发，土地储备规模相对偏小。

表 3：截至 2015 年末公司土地储备区域分布情况

单位：万平方米

区域	占地面积	规划建筑面积 (权益前)
北京	6.3	31.7
西安	-	-
长沙	6.6	18.9
天津	14.7	34.8
合计	27.6	85.4

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

此外，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，目前正处于拆迁阶段，仅余最后三户尚未拆除（正在向法院申请办理强制拆除手续），考虑到拆迁工作的特殊性，入市时间仍有不确定性。

持有型物业方面，截至 2015 年末公司在北京等地持有部分经营性物业，可出租面积约 5.35 万平方米，整体出租率为 93.29%。2015 年公司实现租金收入为 4,666.16 万元，其中 5 年以上长期租金收入为 4,300.08 万元，占总租金收入的 97.99%。总体看，公司持有型物业租金收入规模较小，但具有一定的稳定性，是公司稳定的现金流来源之一。

财务分析

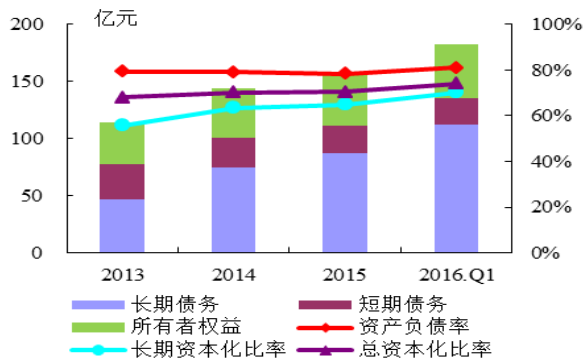
下列财务分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年合并财务报告，以及未经审计的 2016 年一季度合并财务报表，其中 2013 年财务数据经追溯调整。

资本结构

截至 2015 年末，公司总资产为 215.53 亿元，

同比增长 5.38%，主要源于公司项目开发规模扩张带来的存货增长。同期末，公司负债总额为 168.45 亿元，同比增长 4.15%，主要系公司在 2015 年成功发行两次公司债券导致应付债券大幅增加所致。自有资本方面，随着历年留存收益的积累，公司自有资本实力不断增强，2015 年末所有者权益合计 47.08 亿元，同比增长 10.02%。财务杠杆比率方面，2015 年末公司资产负债率为 78.16%，较上年同期下降 0.92 个百分点；净负债率为 196.14%，较去年同期上升 28.33 个百分点。截至 2016 年 3 月 31 日，公司总资产和负债合计分别为 249.38 亿元和 201.88 亿元，资产负债率和净负债率分别增至 80.95% 和 256.05%。

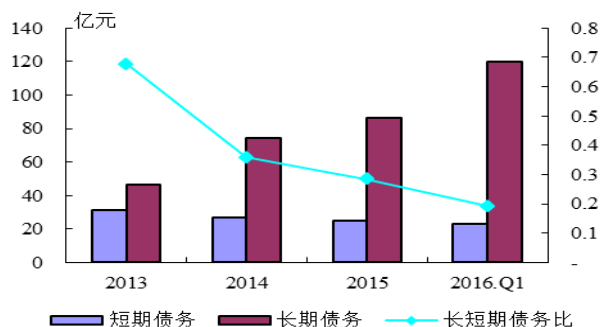
图 1：2013~2016.Q1 末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务结构方面，随着在建项目的持续推进，公司债务规模逐年上升。2015 年末，公司总债务规模为 111.40 亿元，同比增长 10.45%，其中短期债务 24.71 亿元，同比下降 7.22%，长期债务 86.69 亿元，同比增长 16.79%。受长期债务快速增长影响，当年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.29 倍，较去年同期有所降低。2016 年 3 月末，公司债务规模增至 142.83 亿元，长短期债务比为 0.19 倍，债务结构较为合理。整体来看，公司以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配。

图 2：2013~2016.Q1 末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着项目开发投入和债务规模的持续增加，公司财务杠杆比率有所上升，但其债务结构较为合理。

流动性

2015 年末，公司流动资产合计为 207.32 亿元，同比增长 6.11%，占总资产的比重为 96.19%。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，2015 年末两项占流动资产的比重为 94.68%，较上年末略降 0.79 个百分点。

表 4：2013~2015 年末公司流动资产分析

指标	2013	2014	2015
流动资产/总资产	94.93%	95.53%	96.19%
存货/流动资产	77.57%	80.60%	85.48%
货币资金/流动资产	17.14%	14.87%	9.20%
(存货+货币资金)/流动资产	94.71%	95.47%	94.68%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2015 年公司存货规模保持增长，年末存货净额为 177.22 亿元，同比增长 12.54%。其中，房地产开发成本 139.35 亿元，同比减少 0.47%，占存货比重 78.63%，较上年同期下降 10.28 个百分点；房地产开发产品 37.87 亿元，由于 2015 年西安海蓝城、长沙华中心三期 R4 等项目陆续竣工，导致公司开发产品同比大幅增长 116.77%，占存货比重升至 21.37%，较上年同期上升 10.28 个百分点，主要包括西安海蓝城三期及四期项目、长沙华中心三期 R4 项目、北京铭悦好天地项目、西安锦悦一期项目、天津波士顿 44#地等项目。值得关注的是，公司在西安、长沙等城市已竣工项目占比较高，需关注其去化情况。

表 5：2013~2015 年末公司存货明细

单位：亿元

项目	2013	2014	2015
存货	122.99	157.48	177.22
开发成本	116.40	140.01	139.35
开发成本/存货	94.64%	88.91%	78.63%
开发产品	13.59	17.47	37.87
开发产品/存货	11.05%	11.09%	21.37%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，在公司“快速开工、快速建设及快速营销”经营策略的带动下，近两年公司资产周转率有所提升。2015 年公司存货周转率为 0.34 次，总资产周转率为 0.35 次，整体处于较好水平。

表 6：2013~2015 年末公司周转率相关指标

指标	2013	2014	2015
存货周转率（次/年）	0.22	0.36	0.34
总资产周转率（次/年）	0.27	0.35	0.35

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，近年来公司在建项目规模和新增项目资本支出规模较大，其经营性现金流持续呈净流出状态。2015 年，由于公司购买商品、接受劳务支付的现金流较去年同期有所下滑，使得其经营性现金流净流出较上年有所减少，为-2.21 亿元。货币资金方面，截至 2015 年末，公司的货币资金余额为 19.06 亿元，同比下降 34.38%，主要由于偿还借款及增加土地储备所致。同期末，公司货币资金/短期债务为 0.99 倍，较去年有所下降，但仍可对短期债务形成一定覆盖。

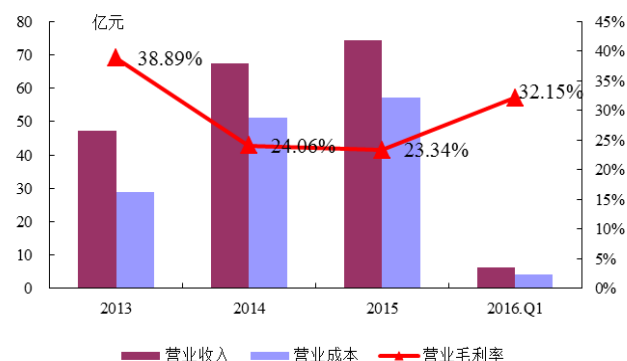
总体来看，随着项目开发投入持续增加，公司存货规模持续上升，同时其经营性现金流承受了一定压力，但其货币资金较为充足，可对短期债务形成一定覆盖。

盈利能力

2015 年，除原有竣工项目外，铭悦好天地项目、澜悦项目、锦悦一期项目、海蓝城二期西区项目和三、四期项目、华中心三期项目和波士顿项目等陆续竣工达到结算条件，使得当年公司实现营业收入 74.49 亿元，同比增长 10.20%。营业毛利率方面，由于北京铭悦园等项目中的安置房、限价商品房及部分普通商品住宅结转收入占比上升，导致公司

2015 年毛利率进一步下滑至 23.34%。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.26 亿元，毛利率为 32.15%。

图 3：2013~2016.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

费用控制方面，2015 年公司期间费用整体仍呈现一定增长。其中，销售费用增至 1.61 亿元，主要是由于当年在售项目增多、销售力度加大所致；管理费用 1.07 亿元，较上年同期略有下降；财务费用 -0.06 亿元，系本年度借款利息资本化增加及存款利息收入增加所致。2015 年公司期间费用合计 2.63 亿元，期间费用占收入比重为 3.53%，占比较上年下降 0.26 个百分点。2016 年 1~3 月，公司期间费用为 0.76 亿元，三费收入占比为 12.20%。整体看，公司期间费用控制能力较强。

表 7：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

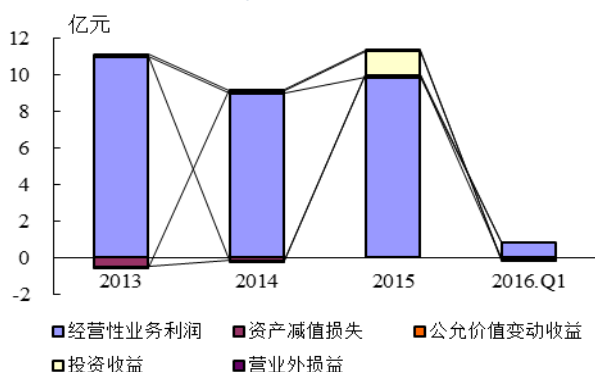
单位：亿元、%

	2013	2014	2015	2016.3
销售费用	1.08	1.39	1.61	0.48
管理费用	1.09	1.09	1.07	0.29
财务费用	0.10	0.08	-0.06	-0.00
三费合计	2.26	2.56	2.63	0.76
营业总收入	47.28	67.60	74.49	6.26
三费收入占比	4.78	3.79	3.53	12.20

注：由于数据经四舍五入处理，故单项求和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，2015 年公司经营性业务利润 9.87 亿元，受收入规模上升及较强的费用控制能力的影响，其较 2014 年增长 9.69%；投资收益方面，2015 年公司取得投资收益 1.32 亿元，主要为公司处置长期股权投资而获得的投资收益。综上，2015 年公司取得利润总额 11.11 亿元，同比增长 19.01%；同期，公司所有者权益收益率为 17.37%。整体看，公司自身业务盈利能力较强。

图 4：2013~2016.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，受房地产市场回暖及结转面积增加的影响，2015 年公司销售收入及利润水平均出现一定程度的增长，其自身业务盈利能力较强。

偿债能力

从债务规模来看，随着项目规模的扩大，公司外部融资规模持续增长。截至 2016 年 3 月末，公司总债务规模上升至 142.83 亿元，较 2015 年末增长 28.22%，其中短期债务和长期债务分别为 23.01 亿元和 119.82 亿元。

从主要偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA 为 11.48 亿元，同比增长 18.06%，主要系当年利润总额增长所致；受此影响，2015 年公司主要偿债能力指标较上年均有所增强，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 9.70 倍和 1.35 倍。整体看，公司 EBITDA 可对其利息支出形成有效保障。

表 8：2013~2016.Q1 公司主要偿债能力指标

	2013	2014	2015	2016.3
短期债务（亿元）	31.35	26.63	24.71	23.01
长期债务（亿元）	46.33	74.23	86.69	119.82
总债务（亿元）	77.68	100.86	111.40	142.83
经营净现金流利息倍数（X）	-1.49	-1.66	-0.26	-
经营净现金流/总债务（X）	-0.12	-0.15	-0.02	-0.18
EBITDA（亿元）	12.01	9.72	11.48	-
总债务/EBITDA（X）	6.47	10.37	9.70	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.97	1.08	1.35	-

资料来源：公司定期报告，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 2015 年末，公司拥有的银行授信总额为 80.80 亿元，未使

用授信余额为 17.53 亿元。同时，公司还积极进行信托、房地产基金、债权融资和股权融资等多渠道融资，具备一定财务弹性。

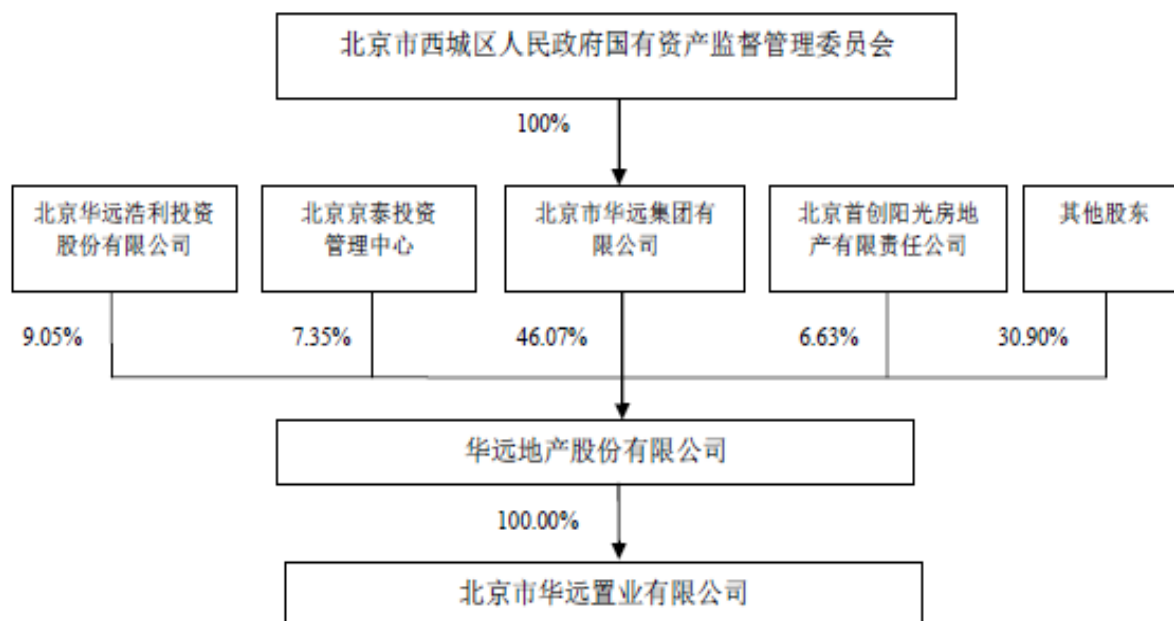
或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司担保余额为 52.35 亿元，其中对子公司担保 47.73 亿元，对外担保余额 4.63 亿元，全部为对长沙海信广场有限公司提供的担保。考虑到目前公司担保主要系对子公司的担保，或有负债风险较小。

总体而言，2015 年公司债务规模持续上升，财务杠杆比率处于较高水平。不过，公司收入规模稳步增长，主营业务盈利能力较去年有所提升，偿债指标有所增强。整体来看，中诚信证评认为华远地产仍具备很强的偿债能力。

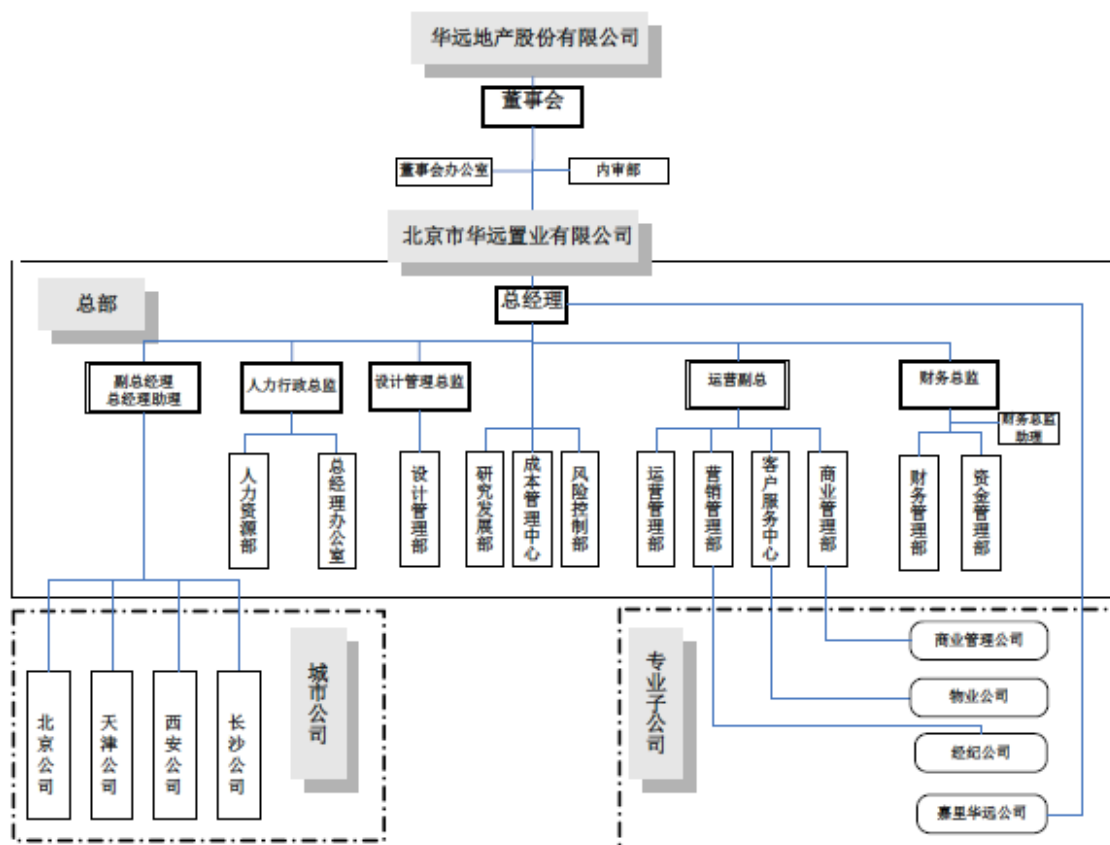
结 论

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**。

附一：华远地产股份有限公司股权结构图（截至2015年12月31日）



附二：华远地产股份有限公司组织结构图（截至2015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）	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	287,310.18	290,523.13	190,641.85	212,037.04
应收账款净额	322.99	37,240.50	11,084.78	10,052.70
存货净额	1,299,932.20	1,574,790.55	1,772,211.27	2,072,057.08
流动资产	1,675,852.75	1,953,740.10	2,073,172.62	2,404,119.88
长期投资	19,504.93	24,724.02	21,709.53	20,836.08
固定资产合计	52,359.49	50,852.47	46,168.45	54,137.96
总资产	1,765,412.90	2,045,234.20	2,155,258.13	2,493,762.37
短期债务	313,518.71	266,303.64	247,072.58	230,123.85
长期债务	463,279.14	742,251.67	866,891.01	1,198,181.44
总债务（短期债务+长期债务）	776,797.85	1,008,555.31	1,113,963.59	1,428,305.30
总负债	1,398,546.32	1,617,349.43	1,684,507.68	2,018,753.68
所有者权益（含少数股东权益）	366,866.58	427,884.77	470,750.45	475,008.69
营业总收入	472,842.67	675,983.64	744,900.24	62,584.75
三费前利润	132,781.64	115,623.45	124,990.74	16,001.85
投资收益	1,238.56	1,440.63	13,200.43	-944.52
净利润	84,341.80	67,390.30	81,785.06	4,160.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	120,101.06	97,227.38	114,788.16	0.00
经营活动产生现金净流量	-90,824.82	-150,310.42	-22,110.15	-257,623.89
投资活动产生现金净流量	-19,974.15	-4,675.13	-65,573.49	-8,277.27
筹资活动产生现金净流量	123,871.69	144,436.83	-3,552.41	289,630.29
现金及现金等价物净增加额	13,072.72	-10,548.72	-91,236.05	23,729.13
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率（%）	38.89	24.06	23.34	32.15
所有者权益收益率（%）	22.99	15.75	17.37	3.50
EBITDA/营业总收入（%）	25.40	14.38	15.41	-
速动比率（X）	0.32	0.32	0.29	0.37
经营活动净现金/总债务（X）	-0.12	-0.15	-0.02	-0.18
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.29	-0.56	-0.09	-1.12
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.49	-1.66	-0.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.97	1.08	1.35	-
总债务/EBITDA（X）	6.47	10.37	9.70	-
资产负债率（%）	79.22	79.08	78.16	80.95
总资本化比率（%）	67.92	70.21	70.29	75.04
长期资本化比率（%）	55.81	63.43	64.81	71.61

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、华远地产 2013 年财务数据经过追溯调整；

3、华远地产 2013~2016.Q1 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；

4、2016 年一季度所有者权益收益率已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/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。