



信用等级通知书

信评委函字 [2017]跟踪327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，维持贵公司本次跟踪主体信用等级为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
信用评级委员会
二零一七年六月十九日

华远地产股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2017）

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	14 亿元人民币		
存续期限	2015/4/27 至 2020/4/27		
上次评级时间	2016/06/23		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

华远地产	2014	2015	2016	2017.03
所有者权益（亿元）	42.79	47.08	70.78	71.11
总资产（亿元）	204.52	215.53	280.94	303.25
总债务（亿元）	100.86	111.40	125.75	122.79
营业总收入（亿元）	67.60	74.49	76.08	3.49
营业毛利率（%）	24.06	23.34	18.96	26.91
EBITDA（亿元）	9.72	11.48	11.03	-
所有者权益收益率（%）	15.75	17.37	10.93	4.77
资产负债率（%）	79.08	78.16	74.81	76.55
总债务/EBITDA（X）	10.37	9.70	11.40	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.08	1.35	1.49	-
净负债率（%）	167.81	196.14	100.05	71.11

注：1、所有者权益包含少数股东权益；
2、2017年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务已经年化处理；
3、华远地产2014~2017.3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。

分析师

万艳 ywan@ccxr.com.cn

龙潇 xlong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51012046

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 19 日

基本观点

2016 年华远地产股份有限公司（以下简称“华远地产”或“公司”）保持持续稳健的经营策略，同时得益于房地产市场回暖、可售面积增加及销售力度加大，公司当年签约销售收入实现快速增长；此外，公司通过发行公司债券、面向全体股东配股等多种形式以合理的融资成本获得充足资金，有效的增强其自有资本实力，并为其长期发展提供保障。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司部分区域项目面临一定的去化压力、毛利率有所下滑等因素都将在一定程度上影响到公司的信用水平。

综上，中诚信证评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

- 经营策略持续稳健。作为北京市西城区国资委下属重要的房地产业务运营平台，2016 年公司保持了稳健的项目开发策略及较为审慎的土地拓展政策，持续稳健的经营策略在一定程度上可抵御市场波动风险。
- 签约销售收入大幅提升。得益于房地产市场回暖、可售资源增加及销售力度加大，公司签约销售面积和签约销售额均大幅增长，2016 年分别为 70.8 万平方米和 107.8 亿元，分别同比增长 88.30%和 128.87%。
- 融资渠道畅通，自有资本实力增强。2016 年，公司通过发行公司债券、面向全体股东配股、发行私募类 Reits 产品等多种形式以合理的融资成本获得充足资金，有力地增强其自有资本实力，支撑公司长远发展和稳定经营。

关 注

- 部分区域项目面临去化压力。截至 2016 年末，公司存货账面金额为 183.12 亿元，其中已竣工项目开发产品为 43.53 亿元，占比 23.77%，已

竣工项目中西安、长沙地区偏多且部分项目竣工时间较早，需对其去化情况保持关注。

- 公司毛利率有所下滑。2016 年，受获利空间相对较低的代建业务收入占比提升及房地产业务毛利率下滑的影响，公司毛利率进一步下滑至 18.96%，较上年减少 4.38 个百分点，经营性业务盈利能力有所减弱。

信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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

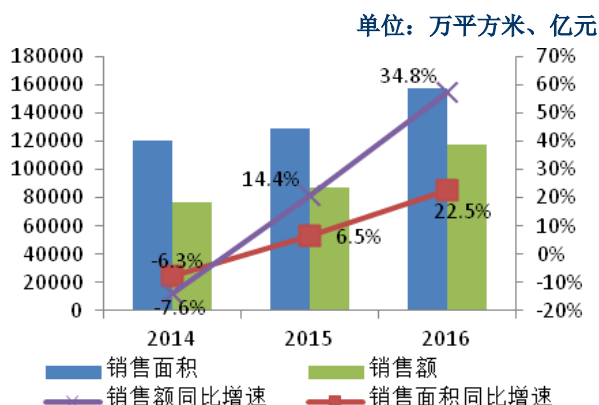
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

基本分析

受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%¹。良好的商品房成交使得商品库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市商品住宅市场分化明显。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016 年 3 月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11 月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016年300亿元以上百亿房企已完成及正在进行的并购案例已近100起，占行业并购数量的70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016年TOP100房企入榜金额门槛从2015年的104亿元提高至157亿元，同比上升51%，销售金额集中度亦提升3.87个百分点至43.92%，占比近一半；TOP20销售门槛提升最快，由2015年的358亿元大幅增至647亿元，同比提升了81%，销售金额集中度则上升1.67个百分点至24.73%；而TOP10房企销售金额门槛达到1,100.2亿元，同比上涨51.73%，占全国销售额的比重达到18.35%，较上年提升1.27个百分点，千亿房企已达12家。

2016年，受开发进度安排和建设周期影响，公司新开工面积及竣工面积均大幅减少，同时得益于房地产市场回暖、可售面积增加及销售力度加大，公司销售签约面积和签约额均有所增长，但结算面积和结算收入规模较上年基本持平。

2016年，受房地产开发进度安排和项目建设周期影响，公司新项目开发节奏有所放缓。当年实现开复工面积为174.0万平方米，同比大幅下降41.35%，其中新开工面积为10.3万平方米，同比大幅下降90%；同期，公司竣工面积为55.2万平方米，较上年下降58.68%，竣工项目包括北京铭悦好天地项目、西安锦悦二期项目、长沙华中心五期项目。

表1：2014~2016年公司房地产业务运营情况

	单位：万平方米		
	2014	2015	2016
开复工面积	232.5	296.7	174.0
其中：新开工面积	56.2	103.0	10.3
竣工面积	69.2	133.6	55.2

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，2016年末公司在建项目合计10个，在建项目总建筑面积为207.1万平方米，项目投资总额约211.2亿元，已完成投资额150.9亿元。从项目区域分布来看，目前公司房地产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项目总建筑面积的31.63%，包括和墅项目、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项目总建筑面积的36.84%，包括西安海蓝城五期及六期项目和西安枫悦一期项目；长沙地区在建项目为长沙华中心三期和四期项目，在建项目建筑面积占比约24.24%；天津地区在建项目为天津波士顿43#地和37#地项目，在建项目建筑面积占比7.29%。

拟建项目方面，截至2016年末公司拟建项目合计8个，分别为北京苹果园项目、西安枫悦二期项目、长沙华中心二期项目、长沙华时代项目、长沙华中心古建项目、天津汉沽3号及4号地项目和广州大一山庄项目，拟建项目总建筑面积合计123.14万平方米。其中，广州大一山庄项目是公司于2016年12月22日通过收购获得的项目，但2016年末仍未实施该股权收购事项，2017年2月完成该项目49%股权收购²，该项目定位为高端住宅，规划建筑面积22.54万平方米，目前地块内现存已基本建设完成的23栋房屋，其中约1.83万平方米已经完成竣工备案，2.25万平方米为在建工程，其余未开工部分计划于2017年开工建设且开盘销售。

² 2016年12月22日公司披露《第六届董事会第三十五次会议决议公告》、《第六届监事会第十五次会议决议公告》和《收购资产公告》，其全资子公司北京市华远置业有限公司通过受让广东中力集团有限公司所持有的广州高雅房地产开发有限公司（以下简称“广州高雅”）100%股权及债权的方式，收购广州高雅所持有的广州大一山庄项目。股权收购计划分两次完成，首期收购广州高雅49%股权，第二期收购剩余51%股权，2016年末尚未实施该股权收购事项。公司于2017年2月完成首期49%股权收购。

表 2：截至 2016 年末公司在建项目明细

单位：万平方米、亿元

项目名称	总建筑面积	计划投资总额	已投金额	项目进度
北京和墅项目	18.8	20.5	18.9	住宅部分大部分已竣工
北京华中心项目	30.3	50.2	38.4	部分住宅已竣工，商业部分正在进行机电和内外装施工
北京西红世项目	16.4	26.2	18	部分竣工
西安海蓝城五期项目	31.1	19.4	13.5	已经完成结构施工，正在进行机电和内外装施工
西安海蓝城六期项目	20.9	12.8	4.8	目前在进行基础施工
西安枫悦一期项目	24.3	14.6	5.7	进行结构施工
长沙华中心三、四期项目	50.2	56.0	48.0	裙房商场、公寓塔楼、写字楼、住宅塔楼均已竣工，酒店部分正在进行精装修施工
天津波士顿 37 号地项目	1.5	1.8	0.7	正在施工
天津波士顿 43 号地项目	13.6	9.7	2.9	已经完成主体工程建设，进行外环境工程收尾
合计	207.1	211.2	150.9	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

房地产销售方面，2016 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 70.8 万平方米和 107.8 亿元，同比大幅增长 88.30%和 128.87%；同期，公司实现结算面积和结算金额分别为 63.33 万平方米³和 74.72 亿元，与上年基本持平，但由于北京华中心、海信广场和北京银行等项目的结转，公司代建结算面积及代建结算金额均大幅增加。从销售区域分布来看，2016 年公司在北京、西安、长沙和天津签约销售额占比分别为 46.59%、23.14%、17.64%和 12.67%，除北京区域销售收入占比较上年同期有所下降之外，其他区域均有所上升。从销售均价来看，公司在北京地区产品主要为安置房、限价商品房及普通商品住宅，包括北京西红世、北京和墅、北京华中心等项目，整体销售均价约 31,646 元/平方米；西安地区以开发住宅、商业产品为主，

包括西安海蓝城、西安锦悦一二期和西安枫悦一期等项目，整体销售均价约 7,709 元/平方米；长沙地区销售产品为长沙华中心一期、三期和四期，其销售均价约 18,484 元/平方米；天津地区销售产品为波士顿 37 号地、43 号地和 44 号地项目，整体销售均价约 11,663 元/平方米。

跟踪期内，公司继续保持较为审慎的土地拓展政策，在长沙、西安和天津等城市新增 4 幅土地，新增土地建筑面积较上年有所增加，整体土地储备规模较为适中。

土地储备方面，2016 年公司仍继续保持较为审慎的土地拓展政策，全年新增 4 个土地储备项目，分别为长沙华时代项目、西安枫悦一二期项目、天津汉沽 3 号地项目和天津汉沽 4 号项目，新增土地占地面积为 20.7 万平方米，新增土地规划建筑面积为 89.7 万平方米，新增土地购地金额为 24.07 亿元。从储备项目获取方式来看，2016 年公司通过竞拍和挂牌出让方式获取土地资源，其中长沙华时代项目系公司在 2016 年 12 月通过竞拍方式取得的土地储备，西安枫悦一二期项目、天津汉沽 3 号地项目和天津汉沽 4 号项目是通过挂牌出让方式取得的土地储备。此外，2017 年 2 月公司完成广州大一山庄项目 49%股权收购，剩余股权收购仍在实施中，该项目是以别墅、叠墅为主的高端住宅项目，占地面积约 15.2 万平方米，总建筑面积约 22.54 万平方米。

截至 2016 年末，公司拥有土地储备占地面积为 31.3 万平方米⁴，土地储备规划建筑面积 130 万平方米（权益前），较上年末增加了 44.6 万平方米，相对于其开发进度而言，整体土地储备规模较为适中，从土地储备区域分布来看，2016 年末公司在北京区域土地储备规划建筑面积占比 16.9%，长沙区域占比 43.1%，天津区域占比 16.9%，西安区域占比 23.1%。

³ 结算面积按照企业的口径，包括自行开发房屋销售结算面积和代建结算面积两部分。

⁴ 土地储备不包含参股项目（与其他公司合作，公司持股但不操盘）和通州西小马一级土地整理项目。

表 3：截至 2016 年末公司土地储备区域分布情况

单位：万平方米

区域 (或城市)	数量	占地面积	规划用途	规划建筑面积
北京	1	3.5	商业	22
长沙	3	9.0	商业、住宅	56
天津	2	9.6	住宅、商业	22
西安	1	9.2	商业	30
合计	7	31.3	-	130

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

参股项目方面，公司通过投资入股的方式参与了北京门头沟项目和天津辛庄二号地项目。其中，公司持有北京门头沟项目开发公司 21% 的权益，该项目土地面积约 2.76 万平方米，总建筑面积约 15.3 万平方米，截至 2016 年末该项目正在进行方案设计和规划报审工作，预计 2017 年上半年开工建设。2016 年 6 月，公司全资子公司北京新尚致远房地产开发有限公司投资入股天津金辉永华置业有限公司并取得天津辛庄二号地项目 26% 的权益，该项目地上建筑面积约 12.2 万平方米，规划性质为住宅及配套，于 2016 年年中开工建设，8 月开盘销售，截至 2016 年末正在进行结构施工，预计 2018 年竣工入住。

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，目前仍处于拆迁阶段，剩余最后一户尚未拆除，考虑到拆迁工作的特殊性，入市时间仍有不确定性。

财务分析

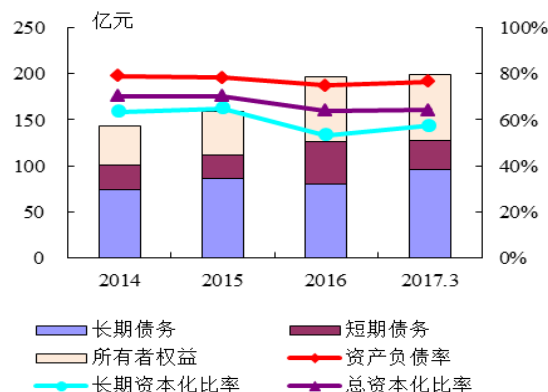
下列财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年合并财务报告，以及未经审计的 2017 年一季度合并财务报表。

资本结构

2016 年公司完成 35 亿元非公开公司债券发行，同时发行配股 5.28 亿股，募集资金净额 17.41 亿元，使得其资产、负债及所有者权益均有所增长。截至

2016 年末，公司总资产为 280.94 亿元，同比增长 30.35%，主要系发行公司债券及配股带来货币资金的大幅增长所致。同期末，公司负债总额为 210.16 亿元，同比增长 24.76%，主要系应付债券增加所致。自有资本方面，2016 年末所有者权益合计 70.78 亿元，同比增长 50.35%，系公司 2016 年发行配股带来股本与资本公积的大幅增加。财务杠杆比率方面，2016 年末公司资产负债率为 74.81%，较上年同期下降 3.35 个百分点；净负债率为 100.05%，同比下降 96.09 个百分点，整体财务杠杆比率已处于适中水平。截至 2017 年 3 月 31 日，公司总资产和总负债分别为 303.25 亿元和 232.14 亿元，资产负债率和净负债率分别上升至 76.55% 和 114.97%。

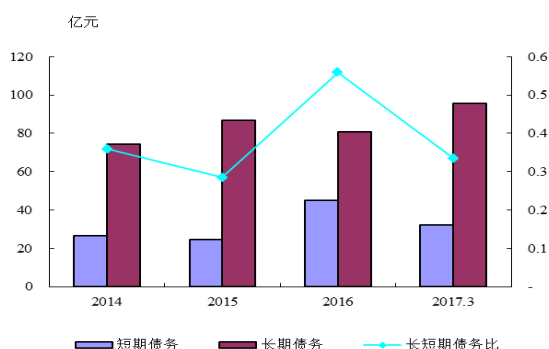
图 2：2014~2017.3 末公司资本结构



资料来源：公司审计报告，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。2016 年末，公司总债务规模为 125.75 亿元，同比增长 12.88%，其中短期债务 45.07 亿元，同比增长 82.41%，主要是一年内到期的长期借款大幅增加所致；长期债务 80.68 亿元，同比下降 6.93%。受一年内到期的长期借款快速增长的影响，当年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.56 倍，较去年同期有所上升。截至 2017 年 3 月末，公司总债务规模为 127.86 亿元，长短期债务比下滑至 0.34 倍，债务期限结构较为合理。

图 3：2014~2017.3 末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，随着非公开公司债券及配股的发行，公司资产与债务规模均有所增长，自有资本实力亦所有增强，财务杠杆比率有所降低，同时公司长短期债务比虽有所增长，但债务期限结构仍较为合理。

流动性

2016 年末，公司流动资产合计为 268.38 亿元，同比增长 29.45%，占总资产的比重为 95.53%。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，2016 年末两项占流动资产的比重为 88.70%，较上年末略下降 5.98 个百分点。

表 4：2014~2016 年末公司流动资本分析

指标	2014	2015	2016
流动资产/总资产	95.53%	96.19%	95.53%
存货/流动资产	80.60%	85.48%	68.23%
货币资金/流动资产	14.87%	9.20%	20.47%
(存货+货币资金)/流动资产	95.47%	94.68%	88.70%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，2016 年公司存货规模保持增长，年末存货净额为 183.12 亿元，同比增长 3.33%。其中，房地产开发成本 139.58 亿元，占存货比重 76.23%，较上年同期下降 2.41 个百分点；房地产开发产品 43.53 亿元，由于 2016 年北京华远和墅项目、西安锦悦二期、长沙华中心三/四等项目陆续竣工，导致其开发产品占存货比重升至 23.77%，较上年同期上升 2.41 个百分点。值得关注的是，公司在西安、长沙等城市已竣工项目占比仍然较高，且部分项目竣工时间较早，需关注其部分区域项目去化情况。

表 5：2014~2016 年末公司流动资本分析

单位：亿元

指标	2014	2015	2016
存货	157.48	177.22	183.12
开发成本	140.01	139.35	139.58
开发成本/存货	88.91%	78.63%	76.22%
开发产品	17.47	37.87	43.53
开发产品/存货	11.09%	21.37%	23.77%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，在“快速开工、快速建设及快速营销”经营策略的执行下，近年公司资产周转率维持较好水平。2016 年公司存货周转率为 0.34 次，总资产周转率为 0.31 次，整体仍处于较好水平。

表 6：2014~2016 年末公司周转率相关指标

指标	2014	2015	2016
存货周转率（次/年）	0.36	0.34	0.34
总资产周转率（次/年）	0.35	0.35	0.31

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016 年受益于房地产项目销售回款大幅增加，公司经营性净现金流由负转正，为 21.55 亿元，同期经营性净现金流/短期债务为 0.48 倍，经营性净现金流对短期债务的覆盖程度仍然较弱。货币资金方面，受益于成功发行配股和公司债券，2016 年末公司的货币资金同比大幅上升 188.15%至 54.93 亿元，同期货币资金/短期债务为 1.22 倍，货币资金对短期债务形成覆盖。

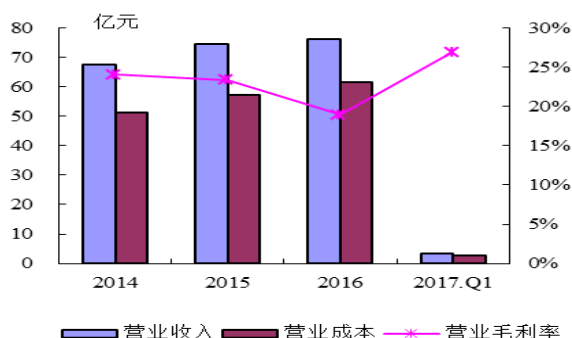
总体来看，随着项目开发投入持续增加，公司存货规模仍持续上升，同时其资产周转率仍处于较好水平。此外，公司经营性净现金流有所好转，货币资金较为充足，可对短期债务形成覆盖。

盈利能力

2016 年，除原有竣工项目外，北京铭悦好天地、西安海蓝城四期、西安锦悦二期、长沙华中心五期等陆续竣工达到结转条件，当年公司实现营业收入 76.08 亿元，同比增长 2.14%，其中建造合同收入为 18.32 亿元，较上年大幅增长 523.48%；房地产开发收入为 57.63 亿元，较上年减少 19.38%。营业毛利率方面，2016 年代建业务和房地产业务毛利率分别为 17.35%和 19.28%，其中房地产业务毛利率下降 2.95 个百分点。由于代建业务占比提升及房地产毛利率下滑，2016 年公司毛利率进一步下滑至

18.96%，较上年减少 4.38 个百分点。

图 4：2014~2017.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，2016 年公司期间费用整体仍呈现一定增长。其中，销售费用增至 2.16 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 1.05 亿元，较上年同期略有下降；财务费用 -0.09 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。综上，2016 年公司期间费用合计 3.12 亿元，占营业收入比重为 4.10%，占比较上年上升 0.57 个百分点。整体看，公司期间费用控制能力较强。

表 7：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

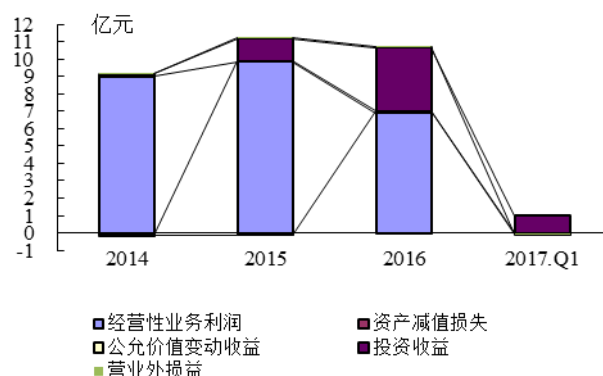
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	1.39	1.61	2.16	0.45
管理费用	1.09	1.07	1.05	0.44
财务费用	0.08	-0.06	-0.09	0.02
三费合计	2.56	2.63	3.12	0.91
营业总收入	67.60	74.49	76.08	3.49
三费收入占比	3.79%	3.53%	4.10%	26.08%

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，2016 年公司经营性业务利润 6.89 亿元，受利润空间相对较少的代建业务规模大幅上升影响，其较 2015 年下降 30.20%；投资收益方面，2016 年公司取得投资收益 3.66 亿元，主要为公司将其子公司华远盈都作为 Reits 项目标的进行股权转让而获得的投资收益。综上，2016 年公司取得利润总额 10.70 亿元，同比下降 3.67%；同期，公司所有者权益收益率为 10.93%。

图 5：2014~2017.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，2016 年受代建业务规模大幅上升影响，公司毛利水平有所下滑，经营性业务盈利能力减弱，但投资收益对其利润形成较好补充。

偿债能力

从主要偿债指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 11.03 亿元，同比小幅减少 3.88%，主要系当年利润小幅减少所致；同时，受总债务规模上升影响，公司主要偿债指标较上年有所减弱，2016 年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 11.40 倍和 1.49 倍，公司经营所得对利息支出仍可形成较好保障。

表 8：2014~2017.Q1 公司偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务 (亿元)	26.63	24.71	45.07	32.10
长期债务 (亿元)	74.23	86.69	80.68	95.76
总债务 (亿元)	100.86	111.40	125.75	127.86
EBITDA (亿元)	9.72	11.48	11.03	-
经营净现金流利息倍数 (X)	-1.66	-0.26	2.92	-
经营净现金流/总债务 (X)	-0.15	-0.02	0.17	-0.43
总债务/EBITDA (X)	10.37	9.70	11.40	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.08	1.35	1.49	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与中行、建行、交行等多家银行机构建立了良好的合作关系，截至 2016 年末，公司拥有的银行授信总额为 68.9 亿元，其中未使用授信余额为 2.47 亿元。此外，2016 年公司还通过发行公司债券、面向全体股东配股、发行私募类 Reits 产品等多种形式进行融资，融资渠道多元化且平均融资成本降低至 5.85%。

或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公

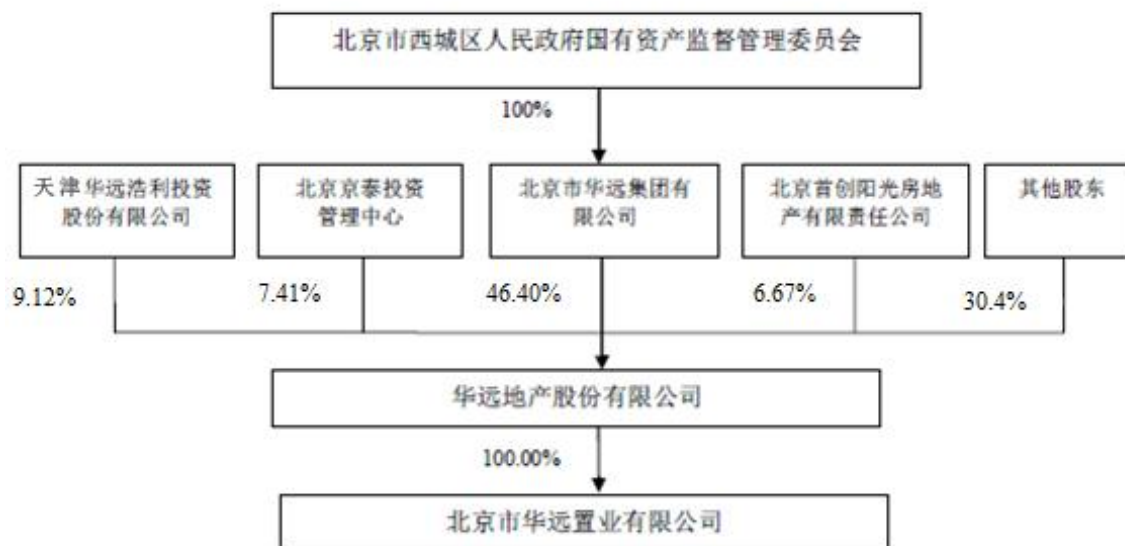
司担保余额为 53.13 亿元，全部为对子公司的担保，或有负债风险较小。

总体而言，2016 年公司通过发行公司债券、面向全体股东配股、发行私募类 Reits 产品等多种形式进行融资，其资产规模及债务规模均有所上升，自有资本实力亦得到增强；同时受代建业务增加影响，其经营性业务盈利能力有所下滑，但公司主要偿债指标表现仍然较好，且债务期限结构合理。整体来看，中诚信证评认为华远地产仍具备较强的偿债能力。

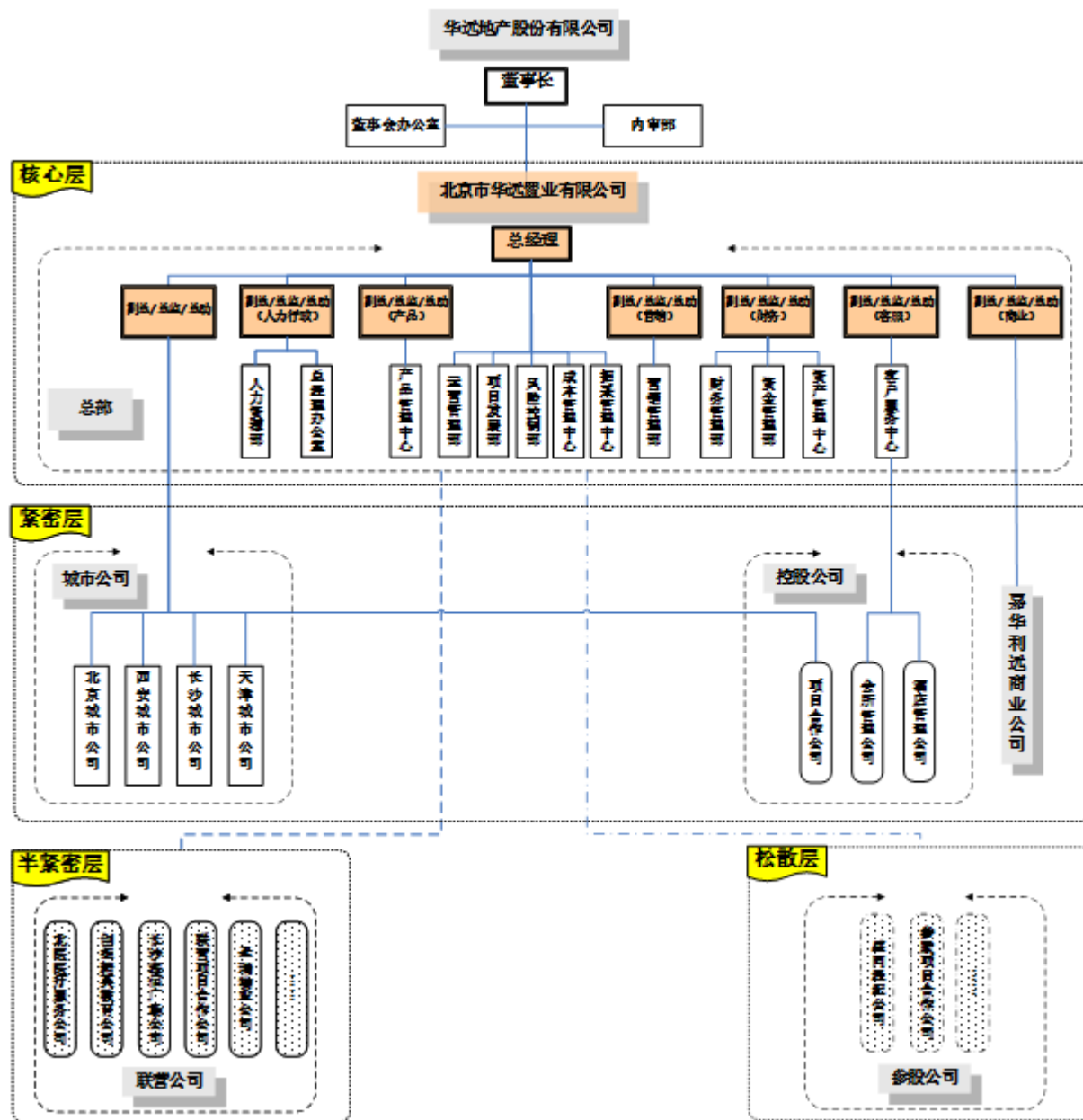
结 论

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

附一：华远地产股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：华远地产股份有限公司组织结构图（截至 2016 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）	2014	2015	2016	2017.03
货币资金	290,523.13	190,641.85	549,341.48	461,059.99
应收账款净额	37,240.50	11,084.78	41,723.79	42,765.07
存货净额	1,574,790.55	1,772,211.27	1,831,170.96	1,990,262.05
流动资产	1,953,740.10	2,073,172.62	2,683,813.26	2,889,778.33
长期投资	24,724.02	21,709.53	65,816.78	78,183.18
固定资产合计	50,852.47	46,168.45	33,313.66	33,109.98
总资产	2,045,234.20	2,155,258.13	2,809,428.32	3,032,542.21
短期债务	266,303.64	247,072.58	450,674.86	321,024.86
长期债务	742,251.67	866,891.01	806,787.03	957,617.42
总债务（短期债务+长期债务）	1,008,555.31	1,113,963.59	1,257,461.89	1,278,642.28
总负债	1,617,349.43	1,684,507.68	2,101,643.45	2,321,424.38
所有者权益（含少数股东权益）	427,884.77	470,750.45	707,784.87	711,117.84
营业总收入	675,983.64	744,900.24	760,840.99	34,925.51
三费前利润	115,623.45	124,990.74	100,100.60	8,861.91
投资收益	1,440.63	13,200.43	36,590.76	9,946.56
净利润	67,390.30	81,785.06	77,332.20	8,482.97
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	97,227.38	114,788.16	110,331.49	-
经营活动产生现金净流量	-150,310.42	-22,110.15	215,470.93	-133,310.26
投资活动产生现金净流量	-4,675.13	-65,573.49	-81,490.89	55,813.00
筹资活动产生现金净流量	144,436.83	-3,552.41	226,106.93	-10,784.23
现金及现金等价物净增加额	-10,548.72	-91,236.05	360,112.84	-88,281.49
财务指标	2014	2015	2016	2017.03
营业毛利率（%）	24.06	23.34	18.96	26.91
所有者权益收益率（%）	15.75	17.37	10.93	4.77
EBITDA/营业总收入（%）	14.38	15.41	14.50	-
速动比率（X）	0.32	0.29	0.64	0.64
经营活动净现金/总债务（X）	-0.15	-0.02	0.17	-0.43
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.56	-0.09	0.48	-1.66
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.66	-0.26	2.92	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.08	1.35	1.49	-
总债务/EBITDA（X）	10.37	9.70	11.40	-
资产负债率（%）	79.08	78.16	74.81	76.55
总资本化比率（%）	70.21	70.29	63.98	64.26
长期资本化比率（%）	63.43	64.81	53.34	57.39

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、2017 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务已经年化处理；

3、华远地产 2014~2016 年末的其他应付款中有息部分已相应调整至短期债务和长期债务中。

附四：基本财务指标的计算公式

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。