

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2018]195 号

华夏幸福基业股份有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“华夏幸福基业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一八年六月六日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2018]195 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对华夏幸福基业股份有限公司和其拟发行的“华夏幸福基业股份有限公司2018年公开发行公司债券（第二期）”信用状况进行综合分析和评估，确定华夏幸福基业股份有限公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，债券信用等级为AAA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一八年六月六日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与华夏幸福基业股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与华夏幸福基业股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚房地产行业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华夏幸福基业股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受华夏幸福基业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 华夏幸福基业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 6 月 6 日

华夏幸福基业股份有限公司

2018年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2018】195号

评级结果

主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AAA

债券概况

发行总额：不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元），分期发行
本期发行金额：不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）
本期债券期限：不超过 4 年
偿还方式：按年付息，到期一次性还本
募集资金用途：偿还有息债务

评级时间

2018 年 6 月 6 日

评级小组负责人

高阳



评级小组成员

杨昭琦



邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层
100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”或“公司”）经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为公司产业新城及配套住宅开发建设业务具有很强的区域专营性和协同效应，经营区域从京津冀地区扩张至长三角等区域，近年签约园区数量、签约入园企业数量和投资金额增长较快，市场竞争优势明显；近年公司产业新城园区配套住宅项目合同销售面积和合同销售金额逐年增加，盈利水平较高；受益于较强的招商引资能力和园区投资建设能力，公司产业发展服务等业务收入及利润逐年快速增长；公司可供开发园区配套住宅的土地较为充足，在获取土地资源上有较大优势，对未来持续发展形成有力支撑。

同时，东方金诚也关注到公司产业园区开发经营模式易受国家及地方政府相关政策、地方投融资环境的影响，从京津冀地区扩张至长三角等区域的过程中，面临一定复制难度；公司 2017 年末应收账款随园区结算收入增加而大幅增长，未来回款主要来自地方政府土地出让收入，回款稳定性受区域房地产市场波动影响较大；公司产业新城园区配套住宅及城市地产业务主要分布在环京地区，当前环京区域限购限贷政策对公司未来住宅销售的稳定性构成不利影响；公司产业新城开发建设投资规模大、业务及回款周期较长，近年随着产业园区拓展加快，有息债务规模持续增加，叠加 2017 年经营性净现金流转负，债务负担有所加重；公司对外委托贷款、对结构性项目的股权投资规模较大，存在或有负债及流动性风险。

东方金诚评定华夏幸福主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还保障，到期不能偿还的风险极低。

评级结果

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AAA

债券概况

发行总额：不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元），分期发行

本期发行金额：不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）

本期债券期限：不超过 4 年
偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间

2018 年 6 月 6 日

评级小组负责人

高阳

高阳

评级小组成员

杨昭琦

杨昭琦

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层
100088

主要数据和指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1686.23	2499.03	3758.65
所有者权益（亿元）	256.30	380.32	710.33
全部债务（亿元）	501.39	722.11	1190.30
营业总收入（亿元）	383.35	538.21	596.35
利润总额（亿元）	69.49	89.76	127.99
EBITDA（亿元）	74.54	105.37	154.90
营业利润率（%）	27.45	27.20	39.24
净资产收益率（%）	19.46	16.22	12.40
资产负债率（%）	84.80	84.78	81.10
全部债务资本化比率（%）	66.17	65.50	62.63
流动比率（%）	135.07	139.99	152.80
全部债务/EBITDA（倍）	6.73	6.85	7.68
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	2.17	2.69
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.73	5.27	7.75

注：数据基于华夏幸福基业股份有限公司 2015 年~2017 年经审计的合并财务报告；本期发债额度按 20 亿元计算。

优势

- 公司产业新城及配套住宅开发建设业务具有很强的区域专营性和协同效应，业务区域从京津冀地区扩张至长三角等区域，近年签约园区数量、签约入园企业数量和投资金额增长较快，市场竞争优势明显；
- 近年公司产业新城园区配套住宅项目合同销售面积和合同销售金额逐年增加，盈利水平较高；
- 受益于较强的招商引资能力和园区投资建设能力，公司产业发展服务等业务收入及利润逐年快速增长；
- 公司可供开发园区配套住宅的土地较为充足，在获取土地资源上有较大优势，对未来持续发展形成了有力支撑。

评级结果

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AAA

债券概况

发行总额: 不超过人民币 50 亿元 (含 50 亿元), 分期发行

本期发行金额: 不超过人民币 20 亿元 (含 20 亿元)

本期债券期限: 不超过 4 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 偿还有息债务

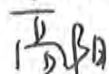
关注

- 公司产业园区开发经营模式易受国家及地方政府相关政策、地方投融资环境的影响, 从京津冀地区扩张至长三角等区域的过程中, 面临一定复制难度;
- 公司 2017 年末应收账款随园区结算收入增加而大幅增长, 未来回款主要来自地方政府土地出让收入, 回款稳定性受区域房地产市场波动影响较大;
- 公司产业新城园区配套住宅及城市地产业务主要分布在环京地区, 当前环京区域限购限贷政策对公司未来住宅销售的稳定性构成不利影响;
- 公司产业新城开发建设投资规模大、业务及回款周期较长, 近年随着产业园区拓展加快, 有息债务规模持续增加, 叠加 2017 年经营性净现金流转负, 债务负担有所加重;
- 公司对外委托贷款、对结构性项目的股权投资规模较大, 存在或有负债及流动性风险。

评级时间

2018 年 6 月 6 日

评级小组负责人

高阳 

评级小组成员

杨昭琦 

邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层
100088

主体概况

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开发业务，是上海证券交易所上市公司（600340.SH），控股股东为华夏幸福基业控股股份公司（以下简称“华夏控股”），实际控制人为王文学。

华夏幸福成立于 1993 年，注册资本为 200 万元，王文学与廊坊市融通物资贸易有限公司分别持有 80% 和 20% 股权。公司于 2007 年整体改制为股份制公司，2011 年完成借壳上市。经多次发行新股和利润转增股本，截至 2017 年末，公司注册资本增至 29.55 亿元，华夏控股持有公司 61.67% 股份，王文学通过直接和间接持有华夏控股和鼎基资本管理有限公司股权，持有华夏幸福 58.53% 的股份。

公司主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务，产业新城开发与建设业务包括产业发展服务、土地整理、基础设施建设和园区配套住宅开发等，其中产业发展服务和园区配套住宅开发是公司收入和利润主要来源。截至 2017 年末，公司已正式签订 50 余个园区委托开发协议。2017 年，华夏幸福在克而瑞地产研究披露的《2017 年度中国房地产企业销售 TOP200》中销售金额及销售面积均排名第 9 位。公司 2017 年园区配套住宅与城市地产销售额为 1200.54 亿元，同比增长 19.40%；销售面积为 953.45 万平方米，与 2016 年基本持平。

截至 2017 年末，公司资产总额 3758.65 亿元，所有者权益 710.33 亿元，资产负债率为 81.10%；纳入合并报表范围的子公司共 406 家。2017 年，公司实现营业总收入 596.35 亿元，利润总额 127.99 亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

经证监许可[2018]323 号文核准，公司获准发行总额不超过 50 亿元（含 50 亿元）的 2018 年公司债券，其中第一期分品种一（简称“18 华夏 01”）和品种二（简称“18 华夏 02”）两个品种发行。“18 华夏 01”规模为 24.75 亿元，期限为 4（2+2）年期，票面利率 6.80%，起息日为 2018 年 5 月 30 日，到期日为 2022 年 5 月 30 日；“18 华夏 02”规模为 5.25 亿元，期限为 5（3+2）年期，票面利率 6.80%，起息日为 2018 年 5 月 30 日，到期日为 2023 年 5 月 30 日。

公司拟发行 2018 年公开发行公司债券（第二期）（以下简称“本期债券”），发行金额不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），期限为不超过 4 年。本期债券在存续期内每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还有息债务。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2018 年一季度宏观经济开局稳健，工业生产总体稳定，房地产投资超预期，消费拉动力增强有效抵消了净出口下滑对经济增长的影响

一季度宏观经济运行稳健。据初步核算，一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与前两个季度持平，较上年同期下滑 0.1 个百分点。

工业生产总体平稳，利润增速有所回落。1~3 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.8%，增速较上年全年加快 0.2 个百分点，与上年同期持平。其中，3 月工业增加值同比增长 6.0%，低于上年同期的 7.6%，主因今年春节较晚、企业复工较迟。1~2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点，与同期 PPI 增速回落态势相一致。受高基数拖累，一季度 PPI 累计同比上涨 3.7%，涨幅较上年全年收窄 3.7 个百分点。

房地产投资超预期，拉动固定资产投资增速小幅走高。1~3 月全国固定资产投资累计同比增长 7.5%，增速较上年全年提高 0.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 10.4%，增速较上年全年提高 3.4 个百分点，主因是前期土地购置高位运行带动当期土地购置费和房屋新开工面积增速上扬。基建投资（不含电力）同比增长 13.0%，增速较上年全年下滑 6.0 个百分点，主要受地方政府债务监管及 PPP 规范不断加码影响。制造业投资延续底部钝化，同比增长 3.8%，增速较上年全年下滑 1.0 个百分点，或与企业面临去杠杆压力及社融低增速有关。

消费对经济增长的拉动力增强，居民消费出现边际回暖迹象。一季度消费拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，较上季度提高 1.2 个百分点，主因政府消费支出加快。1~3 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.8%，增速较上年全年下滑 0.2 个百分点。不过，3 月当月社会消费品零售总额同比增速反弹至 10.1%，特别是金银珠宝、化妆品、家电等可选消费品零售增速回升态势明显，显示季末消费出现边际回暖迹象。受食品价格低基数影响，一季度 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅较上年全年扩大 0.5 个百分点，但仍处温和区间。

净出口对经济增长的拉动由正转负。以美元计价，1~3 月我国出口额累计同比增长 14.1%，进口额同比增长 18.9%，外贸表现总体强劲。但由于同期货物贸易顺差同比收窄 19.7%，一季度净出口对经济增长的拉动由正转负，拖累当季 GDP 同比增速下降 0.6 个百分点。

东方金诚预计，二季度 GDP 增速仍将继续稳定在 6.8%。其中，投资增速预计稳中趋缓，净出口对经济增长的负向拉动有望减弱。由此，2018 年上半年 GDP 增速也有望达到 6.8%。下半年中美贸易摩擦升级的风险需持续关注，其已成为当前我国宏观经济面临的重要不确定性因素。

政策环境

金融监管力度不减，M2 增速保持低位，社融“回表”趋势明显；央行降准意在优化流动性结构，货币政策仍将保持稳健中性

货币供应量增速保持低位。3 月末，广义货币(M2)余额同比增长 8.2%，增速较上年末提高 0.1 个百分点，但较上年同期低 1.9 个百分点，处历史低位附近，表明在严监管继续稳步推进背景下，金融去杠杆效果不断体现。3 月末，狭义货币(M1)余额同比增长 7.1%，为 2015 年 7 月以来最低，这主要受房地产市场持续降温影响。

社融回表趋势显著，存量增速创历史新低。一季度，社会融资规模增量为 55800 亿，同比少增 13468 亿；截至 3 月底，社融存量同比仅增长 10.5%，创有历史记录以来新低。主要原因是在严监管整治通道业务和资管嵌套背景下，表外融资受到强力约束。一季度新增人民币贷款保持坚挺，占当季新增社融比重超过八成，反映社融回表趋势显著。此外，受益于市场利率下行，一季度债市融资功能有明显恢复，同比多增 6843 亿元。

一季度央行稳健中性货币政策未变，但边际上略有放松，市场流动性整体较为宽松，货币市场利率中枢下行。展望二季度，央行自 4 月 25 日起下调部分金融机构存款准备金率，释放 4000 亿增量资金，对税期扰动形成对冲，市场流动性将保持总量平稳。总体上看，此次降准意在优化流动性结构，央行仍将保持稳健中性的货币政策。

一季度税收收入高增，财政支出增速明显回落，财政政策取向保持积极

财政收入保持高增长，财政支出增速显著下行。一季度财政收入累计同比增长 13.6%，增速较上年同期小幅下滑 0.5 个百分点。主要原因是“降费”政策下，非税收入累计同比下降 7.5%。税收收入同比增长 17.2%，增速较上年同期加快 2.6 个百分点，主要源于宏观经济延续稳中向好态势，以及工业品价格处于相对较高水平。一季度财政支出累计同比增长 10.9%，增速较上年同期下滑 10.1 个百分点。与上年相比，今年 3 月财政支出并未明显加码发力，显示在宏观经济开局良好以及经济发展由重速度转向重质量背景下，财政托底意愿不强。

财政政策取向保持积极。2018 年我国财政赤字率下调至 2.6%，较上年降低 0.4 个百分点，但财政政策取向保持积极，主要体现在两个方面：一是 2018 年减税降费政策力度将进一步加大，预计全年减轻企业税费负担 1.1 万亿元。二是综合考虑专项债规模扩大等因素，今年财政支出对实体经济的支持力度不会减弱，并正在向精准扶贫和节能环保等领域倾斜。今年减税效应将在 5 月份以后逐步体现，预计二季度财政收入增速或将回落至个位数；受今年支出进度进一步加快影响，二季度财政支出增速仍将保持较高强度。

综合来看，货币政策和财政政策在二季度将继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

公司主要从事产业新城开发建设业务，包括产业发展服务、园区配套住宅、土地整理、物业管理服务等，收入和利润主要来源于产业发展服务和园区配套住宅。

产业园区开发

产业园区开发具有产业聚集和规模效应，有利于构建我国现代产业新体系和推进国内城市化进程，具有广阔的市场空间

产业园区是指在一定的产业政策和区域政策背景下，政府通过行政或市场化等多种方式，以土地为载体，划出一块区域，制定从短期到长期的发展规划及政策，提供基础设施及综合配套服务以聚集大量特定类型的、特定产业的企业，形成特定产业生产要素高度集中并向外围辐射的特殊区域。产业园区的产业聚集和规模效应明显，可推动产业转型升级，引领新产业、新业态发展方向，提高支柱产业对区域发展的贡献率。2016年11月，国务院办公厅印发《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》，指出2015年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到8%左右，产业创新能力和盈利能力明显提升，“十三五”时期，要把战略性新兴产业摆在经济社会发展更加突出的位置，大力构建现代产业新体系，推动经济社会持续健康发展。

近年我国产业园区不断演化和发展，承载功能日益多元，大量城市要素和生产活动在产业园区内并存聚集，推动了产业园区的城市化进程，使得园区经济与城区经济逐步融合。当前我国各地区发展不平衡，2016年末，我国城镇化率为57.35%，同比提升1.25个百分点，较中等发达国家80%的城镇化率仍处于较低水平。

在当前我国工业化升级和城镇化提速的关键时期，产业园区作为推动产业转型升级和城市发展的载体，响应国家产业政策，加强开发有利于构建现代产业新体系和推进城市化进程，具有广阔的市场空间。

产业园区开发一般具有区域专营性，易受区域经济发展状况的影响，业务周期较长、投资规模较大，具有一定的行业壁垒

自20世纪70年代末蛇口工业园区建立以来，我国产业园区已经历了近40年的发展，分布区域从最开始的沿海地区扩展到内地，逐渐遍布我国各主要工业城市。2003年以来，我国政府发布一系列文件，对国内存在的各类开发区进行了整顿和清理，国家只保留三类开发区，即综合性经济开发区、高新技术产业区和特色产业园区，在每个县、县级市和城市远郊区原则上只保留一家开发区，一般具有区域专营性。截至2016年末，我国共设立219个国家级经济技术开发区。对于规范申报、符合标准的开发区，国家仍然给予政策支持，包括给予开发区及开发区企业的各类优惠政策。

当前我国产业园区开发易受区域经济发展状况的影响，主要运营模式是以政府委托的开发企业为主导，开发企业负责组织对受托的开发区域进行规划论证，并报批规划方案，方案获批后逐年制定开发计划，开发计划获政府认可后再逐片开发，一般产业园区开发的业务周期较长。开发企业在受托的开发区域开展土地整理、基础设施建设、招商引资等业务，一般需先行垫付较大规模的资金，待土地出售或产

业园区正常运营后获得来自政府的政策优惠，一般为土地出让金返还和税收返还。产业园区开发涉及业务繁杂、周期较长、投资规模较大，对开发企业综合实力要求较高，具有一定的行业壁垒。

房地产行业

随着住房制度改革的深入叠加整体偏严厉的楼市调控政策，预计 2018 年全国商品房销售面积和销售额增速仍将持续回落

2017 年是房地产行业全面调整的一年，除住房相关金融政策全面收紧以外，更多呈现“因城施策”调控格局，2017 年全国接近 110 个城市与部门（县级以上）发布房地产调控政策，发布的调控政策次数多达 270 次以上。

受调控政策影响，尽管广大三四线城市和中西部城市接棒遭遇定向调控的一线和主要二线城市，成为新的市场热点，推动 2017 年全国商品房销售面积和销售额均较上年同比增长，但全国商品房销售额增速全年仍呈现明显回落状态。2017 年全国商品房销售面积 16.95 亿平方米，同比增长 7.7%，增速比 1~11 月份回落 0.2 个百分点；其中住宅销售面积同比增长 5.3%，住宅销售额增长 11.3%；商品房销售额 13.37 万亿元，同比增长 13.7%，增速提高 1 个百分点。从城市分布来看，广大三四线城市和中西部城市是带动全国销售增长的主要因素。

图 1：2016 年全年及 2017 年 1~12 月全国商品房销售面积及销售额增速变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

2018 年，在“房住不炒”定位的大背景下，在房地产市场调控保持不放松、不动摇的基础上，中央提出建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，一系列住房长效机制在推进，住房制度改革将逐渐深入。房地产去金融化成为政策焦点，土地供应模式迎来重大变化，商品住房不再是住房市场唯一选择，政府将不再是居住用地唯一提供者。一系列重大变化下，2018 年商品房销售额和销售面积受到政策、货币环境的影响，叠加三四线城市体量较小，在经过大规模“去库存”后的后续乏力，预计全国房地产市场整体将难以维持 2017 年的销售情况，2018 年全国商品房销售面积和销售额增速仍将持续回落。

2017 年全国商品房库存明显下降，预计分化的土地供应政策叠加棚改货币化安置等举措，将继续推动 2018 年部分三四线城市和县城去库存提速

房地产去库存是中央政府确定的供给侧结构性改革的重点任务之一，2017 年以三四线城市为主的中西部地区的房地产销售增长，拉动了全国商品房去库存。截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58923 万平方米，比上年末下降 15.3%。2017 年商品房库存去化 1.16 亿平方米，全年减少 16.5%，与 2016 年初 7.39 亿平方米的历史高点相比，跌幅超过 20.3%。2017 年全国房地产去库存任务初步完成，一二三四线城市商品房库存去化已十分充分，很多城市去化周期均在 12 个月以下。

图2：全国商品房及住宅待售面积总量和增速变动情况



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

在 2017 年底的住房工作会议上，住建部强调，库存仍然较多的部分三四线城市和县城要继续做好去库存工作，并 2018 将扎实推进新一轮棚改工作，将改造各类棚户区 580 万套，继续为三四线城市去库存带来一定的支持。而 2017 年，我国各类棚户区改造开工 609 万套，顺利完成年度目标任务，完成投资 1.84 万亿元。

中央政府在 2017 年去库存的各项举措基础上，加大一线和重点二线城市土地供应量，减少三四线城市土地供应量，叠加棚改货币化，预计 2018 年部分三四线城市和县城去库存将提速。

受制于货币信贷政策的收紧及房地产企业融资渠道的严格受限，预计 2018 年全国房地产投资增速将进一步下滑

2017 年房地产开发投资增速与 2016 年基本持平，但整体仍大幅度低于 2015 年以前水平。2017 年，全国房地产开发投资 109799 亿元，比上年名义增长 7.0%，增速比 1~11 月份回落 0.5 个百分点。其中，住宅投资 75148 亿元，增长 9.4%，增速回落 0.3 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.4%。

同期，土地市场投资热度持续升温，叠加商品房库存回落影响，带动全国房屋新开工面积增速阶段性上行。2017 年，房地产开发企业土地购置面积 25508 万平方米，比上年增长 15.8%，增速比 1~11 月份回落 0.5 个百分点；土地成交价款 13643 亿元，增长 49.4%，增速提高 2.4 个百分点。

2017 年，全房地产开发企业房屋新开工面积 178654 万平方米，增长 7.0%，增

速提高 0.1 个百分点。其中，住宅新开工面积 128098 万平方米，增长 10.5%。房屋施工面积 781484 万平方米，比上年增长 3.0%，增速比 1~11 月份回落 0.1 个百分点。其中，住宅施工面积 536444 万平方米，增长 2.9%。

图3：2016年全年及2017年1~12月全国房地产开发投资增速



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

但是，预计 2018 年，由于货币信贷政策的收紧，房地产企业融资渠道严格受限、融资成本上升等，2018 年新房投资增速将进一步下滑。银行按揭贷款收紧、严控开发贷等货币政策趋紧，已对房地产到位资金产生影响。统计局数据显示，2017 年房地产开发企业到位资金 156053 亿元，比上年增长 8.2%。其中，国内贷款 25242 亿元，增长 17.3%；其他资金 79770 亿元，增长 8.6%，总体规模保持增长，但增速有所放缓。值得注意的是，在其他资金中，个人按揭贷款为 23906 亿元，下降 2.0%。

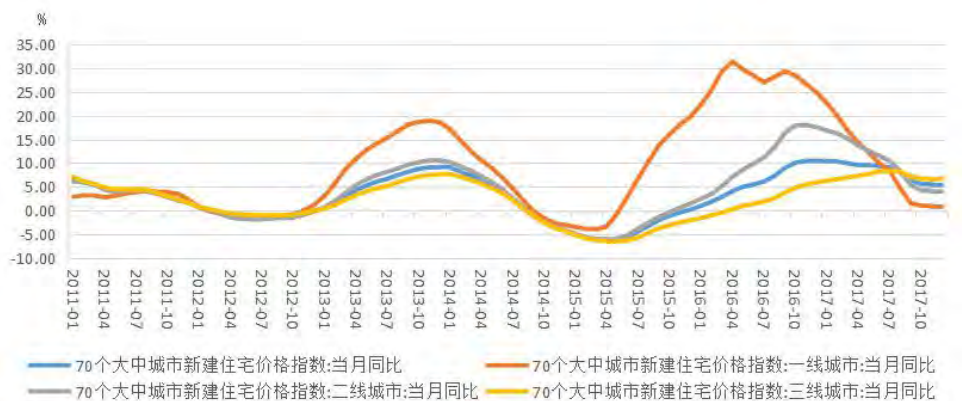
此外，尽管 2017 年土地供应较 2016 年有所增加，且有望在 2018 年保持增加态势，但土地供应结构和商品房开发模式的变化，同样会对房地产投资产生影响。

2017 年一线城市房价增速保持连续下滑、三四线城市去库存提速带动房价上涨，预计 2018 年一线和重点二线城市房价涨幅仍将连续回落，全国房价趋于稳定

2017 年，受广大三四线城市去库存拉动，全国商品房平均销售价格从去年的 7476 元/平方米升至 7887.91 元/平方米，涨幅为 5.55%。

受调控政策出台时序和力度不同，2017 年全国各区域房价明显分化。从百城价格指数来看，2017 年 12 月，全国百城住宅平均价格为 1.39 万元/平方米，较 2016 年 12 月的 1.30 万元/平方米增长 6.92%；2017 年 1~12 月，一、二线城市的住宅价格指数明显呈下降状态，而三线城市的住宅价格指数呈上升态势。

图4：2011年～2017年70个大中城市新建住宅价格指数当月同比变化情况



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

据国家统计局公布，到2017年末，70个大中城市房价涨幅出现扩大现象。2017年12月，全国70个大中城市中，有57个城市的新建商品住房（不含保障房）价格出现环比上涨，上涨城市数量比11月多出7个。其中，一线城市仍然保持下跌，一线城市新建商品住宅和二手住宅价格同比涨幅均连续15个月回落，其他热点城市房价平稳，但二三线城市和北海、西安、贵阳、昆明等中西部城市成为主要的涨价区域，这也带动了整体房价涨幅的回升。

2017年在各城市持续加强的调控政策压力下，大型房企以品牌输出和并购等方式持续提升规模，行业集中度进一步上升

我国房地产企业数量较多，市场相对分散，但近年来集中度持续提升。据克而瑞地产研究发布的《2017年前三季度中国房地产企业销售TOP100》，2017年前三季度，自4月份开始，在各城市持续加强的调控政策压力下，大部分房企销售业绩环比出现持续下跌，然而龙头房企规模快速扩张，市场份额持续提高，与其他房企的规模差距越来越大。

2017年前三季度，从金额门槛来看，TOP30房企规模继续保持了高速增长；前三季度TOP10上榜门槛为1010亿元，同比增长29%；TOP30房企的入榜门槛增幅最大，大幅增长51%至440亿元。从面积门槛来看，增幅最大的是TOP10、TOP20和TOP30的房企，均增长近40%。在市场调控持续加码的背景下，龙头房企仍能实现高速增长；而其他房企则受调控影响较大，TOP100面积门槛则较去年同期有所降低。

除了门槛的变化以外，房企的集中度也越来越高。与2016年全年相比，TOP100房企金额集中度的增速整体高于面积集中度。金额方面，各梯队房企集中度均呈上升趋势。其中TOP30和TOP50房企集中度升幅最大，较2016年末分别上升了8.5和9.4个百分点。TOP100房企的集中度达到53.2%，占据市场份额过半。面积方面，TOP50房企集中度升幅最大达5.4个百分点，TOP100房企的集中度达到了32.1%。

此外，房地产行业竞争具有一定的区域性特征，部分区域性房地产开发企业虽然整体规模和资金实力与全国大型房地产企业相比仍有差距，但在特定区域市场中具有一定的竞争优势。

业务运营

经营概况

公司收入和利润的主要来源为产业新城开发建设业务，近年营业收入逐年增长，毛利率水平较高

公司主营产业新城开发建设和城市地产开发业务，其中产业新城开发建设业务主要包括产业发展服务、园区配套住宅和土地整理业务等，是公司收入和利润的主要来源。

2015 年~2017 年，公司主营业务收入逐年增长，分别为 380.91 亿元、534.56 亿元和 593.00 亿元。其中，园区配套住宅业务收入占比分别为 53.31%、49.93%和 39.69%，占比逐年降低；产业发展服务业务占比分别为 16.65%、20.53%和 38.93%，占比逐年提升，主要受公司加大产业园区开拓力度，产业园区结算收入逐年增加影响；土地整理业务占比分别为 7.90%、9.66%和 8.08%。

表 1：2015 年~2017 年公司主营业务收入情况

单位：亿元、%

业务类别		2015 年		2016 年		2017 年	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比
产业新城开发建设	园区配套住宅	203.07	53.31	266.88	49.93	235.37	39.69
	产业发展服务	63.43	16.65	109.72	20.53	230.86	38.93
	土地整理	30.09	7.90	51.65	9.66	47.91	8.08
	基础设施建设	0.38	0.10	7.47	1.40	1.62	0.27
	物业管理服务	1.16	0.30	2.84	0.53	4.62	0.78
	综合服务	3.84	1.01	4.07	0.76	4.17	0.70
城市地产开发		76.61	20.11	86.87	16.25	53.94	9.10
其他		2.32	0.61	5.07	0.95	14.51	2.45
合计		380.91	100.00	534.56	100.00	593.00	100.00
		毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
产业新城开发建设	园区配套住宅	61.85	30.46	54.97	20.60	58.72	24.95
	产业发展服务	60.27	95.01	105.06	95.75	212.97	92.25
	土地整理	3.86	12.83	8.22	15.91	6.23	13.00
	基础设施建设	0.15	40.79	1.02	13.71	0.20	12.35
	物业管理服务	0.17	14.94	0.40	14.10	0.66	14.29
	综合服务	1.45	37.87	2.27	55.80	2.77	66.43
城市地产开发		6.99	9.12	7.08	8.15	5.71	10.59
其他		-2.67	-115.03	-1.59	-31.39	-2.02	-13.92
合计		132.07	34.67	177.43	33.19	285.24	48.10

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司主营业务综合毛利润分别为 132.07 亿元、177.43 亿元和 285.24 亿元，综合毛利率分别为 34.67%、33.19%和 48.10%，2017 年公司毛利润及毛利润同比增幅较大主要由于毛利率很高的产业发展服务业务收入规模及占比大幅提升。园区配套住宅业务毛利率分别为 30.46%、20.60%和 24.95%，产业发展服务业务毛

利率分别为 95.01%、95.75%和 92.25%。

区域方面，2017 年以来公司加大环北京以外区域产业园区建设，环北京外区域销售占比由 2016 年的 5.58%提升至 14.08%。未来公司计划进一步加大环京以外区域建设力度，环京以外区域收入占比有望进一步提升。

表 2：公司 2015 年~2017 年主营业务收入区域情况

单位：亿元、%

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
环北京	351.11	92.18	497.52	93.07	498.53	84.07
环上海	29.80	7.82	29.29	5.48	75.39	12.71
北京丰台区	-	-	7.20	1.35	10.99	1.85
华南区域	-	-	0.56	0.10	8.09	1.36
合计	380.91	100.00	534.56	100.00	593.00	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

产业新城开发建设业务

公司主要从事环北京、环上海和长江经济带等区域产业新城及配套住宅开发建设，业务具有很强的区域专营性和协同效应，市场竞争优势显著

公司产业新城开发建设业务主要是与地方政府签订相关合同，负责合同约定区域工业园区开发的前期区域整体开发规划、产业发展服务、土地整理、基础设施建设、园区综合服务等相关开发运营工作，以及园区配套住宅开发业务，具有一定的区域专营性和协同效应。

公司成立以来，先后投资开发运营的区域主要有环北京、环上海等区域，已实现运营模式的跨区域复制。根据公司与地方政府签订的委托开发协议，地方政府在与公司所签订产业园区内仅允许公司进行园区开发，公司在当地具有独占性优势。截至 2017 年末，公司已正式签订 50 余个园区委托开发协议，其中相对成熟阶段园区 13 个，建设起步阶段园区 19 个，规划定位阶段园区 28 个。

公司较为成熟的产业园区中，固安高新区及南京市溧水区成为中国新型城镇化的发展样本；2016 年 10 月，财政部联合教育部、科技部等 19 个部委共同发布《关于联合公布第三批政府和社会资本合作示范项目就加快推动示范项目建设的通知》（财金[2016]91 号），公司作为社会投资人参与的“河北省廊坊市固安县固安高新区综合开发 PPP 项目”及“南京市溧水区产业新城项目”入选项目名单。公司处于建设起步阶段的园区包括雄县产业新城¹，受近期雄安新区处于整体重新规划及全球招标阶段的影响，公司在雄县的受托园区面临一定政策变动风险及合同履行期限较长所带来的不确定性风险。

公司开发模式在运营过程中能够充分发挥园区和地产的协同效应，可复制能力强。公司依托产业新城布局房地产开发，园区开发引来产业和人流，给房地产开发带来市场需求，而房地产开发又进一步提高园区开发的水平，二者良性互动，协同效应显著。此外，公司园区运营和地产开发相结合的业务模式使其地产业务布局均

¹ 公司于 2015 年与雄县人民政府签署了《整体合作开发建设经营河北省雄县约定区域的合作协议》及《关于整体合作开发建设经营河北省雄县约定区域的合作协议的专项结算补充协议》，协议约定雄县人民政府将以河北省雄县行政区划内约定区域的整体开发各事项与公司进行合作，委托区域面积约 181.2 平方公里。

位于北京、上海等核心城市外溢区域，区域布局优势明显。

表 3：截至 2017 年末公司主要产业园区总体布局情况

单位：年

区域	项目	成立时间	委托期限	区域	项目	成立时间	委托期限
环北京 区域	固安工业园区	2005	50	环上海 区域	无锡园区	2012	15
	固安新兴产业示范区	2012	50		镇江园区	2012	15
	固安牛驼马庄区域	2015	50		嘉善园区	2013	18
	大厂潮白河工业区	2007	50		南京溧水园区	2014	20
	大厂新兴产业示范区	2011	50		湖州南浔区新城	2016	35
	怀来工业区	2010	50		南京市江宁区域	-	15
	昌黎园区	2010	-	长江 经济带	安徽来安区域	2015	50
	滦平金山岭园区	-	25		安徽和县区域	2015	50
	保定白洋淀科技城	2014	50		安徽舒城区域	2016	35
	香河园区	2013	30		四川眉山区域	2016	30
	丰台区域	2012	-		武汉新洲区域	2016	30
	秦皇岛北戴河新区	2015	-		蒲江区域	-	30
	霸州园区	2013	50		湖北省嘉鱼区域	-	-
	永清园区	2013	20		六安经开区域	-	25
	河北邢台市新城	2016	30		长丰区域	-	25
	北京房山张坊园区	2014	30		六安市金安区	-	20
	任丘园区	2014	50		云龙产业新城	-	25
	任丘南部	2015	30		雨湖区域	-	38
	涿鹿园区	2014	50	其他	河南省武陟新城	2016	-
	河北丛台区	2016	30		河南长葛新城	2016	40
	文安园区	2011	30		沈阳苏家屯园区	2012	30
	无锡园区	2012	15		沈阳沈北新区	2015	20
	镇江园区	2012	15		江门、江海新城	2016	30
	嘉善园区	2013	18		郑州新郑区域	-	40
					获嘉区域	-	50
					祥符区域	-	40
					新密区域	-	30

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年~2017 年，公司产业新城开发建设业务收入分别为 301.97 亿元、442.62 亿元和 524.55 亿元；毛利润分别为 127.75 亿元、171.94 亿元和 281.55 亿元，逐年快速增长。

公司与产业园区政府签订了长期委托开发协议，采用园区运营与园区配套住宅开发相结合的发展模式，有利于公司持续经营和盈利，但公司产业新城开发建设投资规模大、业务周期长，回收周期较长，公司面临一定投融资压力

公司与地方政府签订长期委托开发协议，约定了具体合作期限，对产业新城开发建设的各类业务约定结算方式。

表 4：公司产业新城开发建设业务的盈利模式

业务类型	具体内容	盈利模式	结算资金来源
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	政府按协议规定向发行人支付土地整理费用，具体包括土地整理成本和土地整理收益两部分，土地整理收益按土地整理成本的 15%计算	当地园区新增财政收入的地方留成部分
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	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，建设收益按建设项目的总投资额的 10%~15%计算	
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、产业规划、城市规划、招商引资、投资服务等产业发展服务，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	按照委托区域内入园项目当年新增落地投资额的 45%计算（不含销售类住宅项目）	
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	园区综合服务费（含税，以审计报告为准）加成 10%~15%	住宅购买客户
园区配套住宅	正常住宅地产业务	按合同约定结算	
备注	以上费用结算时间视协议规定执行，一般基础设施建设费用在具体建设项目竣工交付后一定期限内结算；其他费用于每年约定时间之前进行结算。上述费用政府可以进行分期支付，分期期限一般不超过 3~5 年		

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司采用园区运营与园区配套住宅开发相结合的发展模式，具有较强的协同性。产业园区基础建设的完善和园区经济发展将使园区整体价值获得提升，并带来高端人群的消费和住房需求，给园区配套住宅项目带来相对充足的目标客户群，有利于促进公司产业新城开发建设业务的持续发展，为公司盈利提供了保障。2017 年公司新增签约投资额约为 1650.6 亿元，新增结算为产业发展服务收入的落地投资额 545.2 亿元，实现产业发展服务收入 230.86 亿元，较去年同期增加 110.4%。

公司在产业园区建设及运营过程中，将先行垫付较大规模的资金，包括但不限于前期垫付土地基础设施费用和工程款以及后续一系列产业发展服务、规划咨询服务、物业管理相关费用等，投资规模大、业务周期长，回收周期较长，公司面临一定投融资压力。

在深耕京津冀区域的同时，公司不断向长三角等区域经济发达城市周边拓展，有利于促进产业新城开发建设业务的持续发展，但公司产业园区开发经营模式易受国家及地方政府相关政策、地方投融资环境的影响，从京津冀地区扩张至长三角等区域的过程中，面临一定复制难度

公司现有产业园区围绕京津冀区域，近年公司加大了向经济较为发达的长三角区域拓展，先后设立无锡园区、镇江园区、嘉善园区、南京溧水园区及上海金山枫泾园区，产业模式的复制为公司今后取得可持续的产业发展服务等收入创造了条件。2017年，公司新拓展24个园区进行产业新城的开发建设，主要位于安徽、河南、湖南等区域；同时，杭州和南京区域业务发展迅速，分别以3年和2年的时间实现销售额超百亿，用较短时间成为传统京津冀区域外新的业绩增长点。公司业务“异地复制”将继续快速推进。

公司产业园区开发经营模式推广门槛较高，园区开发业务周期较长，园区建设受国家及地方政府政策、地方投融资环境和地方政府支付能力的影响较为明显，后续新产业园区的拓展对园区当地的各项环境因素有较高要求，对公司的项目管理能力、持续开发能力、资金管理能力和政府沟通能力等都有较高要求，京津冀地区扩张至长三角等区域的过程中，面临一定复制难度。

1. 园区配套住宅

公司产业新城园区配套住宅项目主要位于环北京、环上海和长江经济带等地区，伴随着地区经济发展和产业园区不断成熟，近年公司合同销售面积和合同销售金额逐年快速增加，当前环京区域限购限贷政策对公司未来住宅销售的稳定性构成不利影响

公司产业新城园区配套住宅项目主要位于环北京、环上海和长江经济带等地区，近年京津冀经济一体化发展有助于住宅项目销售，同时园区基础建设的日益完善和招商引资工作的快速发展使园区整体价值获得提升，公司园区配套住宅销售面积和销售金额逐年保持增长。

2015年~2017年，公司园区配套住宅合同销售面积分别为642.53万平方米、711.80万平方米和910.29万平方米，2017年同比增长27.89%；合同销售金额分别为495.37亿元、723.65亿元和1121.45亿元，2017年同比增长54.97%。

表 5：2015 年~2017 年公司园区配套住宅总体销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015 年	2016 年	2017 年
合同销售面积	642.53	711.80	910.29
合同销售金额	495.37	723.65	1121.45
平均价格	7709.68	10166.48	12319.70

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司园区配套住宅平均价格分别为7709.68元/平方米、10166.48元/平方米和12319.70元/平方米，逐年上升，毛利率分别为30.46%、20.60%和24.95%，盈利水平有所波动。

表 6：2017 年公司主要园区配套住宅及城市地产销售情况

单位：万平方米、%

所属区域	城市名称	业态	可供出售面积	已预售面积	总可预售面积	预售进度
环北京区域	霸州	住宅及配套	13.57	46.18	59.75	77.29
	北戴河新区区域	住宅及配套	-	9.90	9.9	100.00
	大厂	住宅及配套	163.14	36.68	199.82	18.36
	固安	住宅及配套	198.90	136.75	335.65	40.74
	怀来	住宅及配套	10.90	35.12	46.02	76.31
	廊坊	住宅及配套	73.46	124.76	198.22	62.94
	牛驼	住宅及配套	3.56	8.29	11.85	69.96
	任丘	住宅及配套	0.72	17.34	18.06	96.01
	天津	住宅及配套	0.39	0.88	1.27	69.29
	文安	住宅及配套	0.02	12.61	12.63	99.84
	香河	住宅及配套	45.43	34.28	79.71	43.01
	永清	住宅及配套	10.22	82.74	92.96	89.01
	涿州	住宅及配套	0.20	90.27	90.47	99.78
	嘉善	住宅及配套	8.67	74.99	83.66	89.64
环上海区域	南浔	住宅及配套	0.05	18.63	18.68	99.73
	溧水	住宅及配套	0.13	3.91	4.04	96.78
	无锡	住宅及配套	0.79	3.27	4.06	80.54
	镇江	住宅及配套	6.59	0.20	6.79	2.95
	和县	住宅及配套	-	19.04	19.04	100.00
长江经济带	湖南路商业项目	独立商业	-	1.01	1.01	100.00
	来安	住宅及配套	0.33	76.04	76.37	99.57
	舒城	住宅及配套	0.05	24.60	24.65	99.80
	武汉	住宅及配套	-	2.19	2.19	100.00
其他区域	沈阳	工业厂房	11.42	34.33	45.75	75.04
	国际	住宅及配套	6.81	34.09	40.9	83.35
	武陟	住宅及配套	-	23.08	23.08	100.00
合计		-	555.36	951.18	1506.54	63.14

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2017 年末，公司主要园区配套住宅及城市地产在建项目已预售面积为 951.18 万平方米，剩余可供出售面积为 555.36 万平方米，其中环北京区域占比达 93.72%，预售进度 63.14%，预售进度不高，主要原因为 2017 年京津冀等为重点限购限贷政策的调控区域，部分开盘项目去化率下降，公司放缓项目推盘节奏，将该类存货作为储备供未来发展。公司基于审慎性原则，对 2017 年末存在风险的项目计提存货跌价准备 3.94 亿元。其中，廊和坊项目计提减值 1.68 亿元，沈阳英国宫、剑桥郡等项目计提减值 0.63 亿元，任丘石油新城项目计提减值 0.83 亿元，镇江孔雀城项目计提减值 0.8 亿元。截至 2017 年末，公司预收账款为 1324.76 亿元。

公司园区配套住宅业务开发经验丰富，新开工面积和竣工面积较大

公司拥有国家一级房地产开发资质，拥有丰富的房地产项目开发经验。2014年、2015年1~9月和2016年1~9月，公司园区配套住宅竣工面积增长迅速，分别为249.53万平方米、627.70万平方米和613.38万平方米；2014年、2015年1~9月和2016年1~9月²，新开工面积分别为580.56万平方米、290.25万平方米和289.42万平方米。

表 7：截至 2017 年末公司主要园区配套住宅及城市地产在建项目建设情况

单位：万平方米、%、亿元

所属区域	区域	占地面积	总建筑面积	在建建筑面积	在建面积区域占比	已竣工面积	总投资额
环北京区域	霸州	97.64	163.62	147.50	6.18	6.43	95.28
	北戴河新区	9.33	13.36	7.70	0.32	-	7.30
	大厂	263.27	659.13	201.62	8.44	287.55	340.81
	丰台	13.88	58.74	58.74	2.46	-	80.10
	固安	490.66	1202.75	437.83	18.34	571.17	647.28
	怀来	57.94	112.96	87.71	3.67	12.53	55.37
	廊坊	183.11	503.23	275.21	11.53	136.05	304.02
	牛驼	48.37	49.50	35.46	1.49	-	46.37
	任丘	46.62	84.82	76.31	3.20	-	37.80
	天津	29.12	46.53	28.39	1.19	18.13	23.49
	文安	9.71	35.31	23.41	0.98	-	23.55
	香河	81.14	213.07	197.05	8.25	-	153.14
	永清	111.61	267.12	118.55	4.96	-	214.65
	涿州	53.20	152.27	124.05	5.20	-	92.67
	溧水	7.86	20.89	20.89	0.87	-	16.46
环上海区域	无锡	18.14	69.66	22.55	0.94	41.44	48.39
	镇江	16.26	44.63	15.60	0.65	20.52	25.89
	嘉善	87.53	220.69	157.62	6.60	42.29	146.86
	南浔	10.76	29.76	29.76	1.25	-	14.44
	江宁	0.77	4.02	4.02	0.17	-	25.00
长江经济带	来安	45.28	100.68	100.68	4.22	-	57.59
	和县	9.73	25.66	25.66	1.07	-	10.85
	湖南路商业	4.55	8.64	8.64	0.36	-	9.50
	舒城	17.51	34.87	34.87	1.46	-	18.36
其他区域	武汉	6.98	2.19	2.19	0.09	-	1.13
	沈阳	120.94	154.46	82.85	3.47	47.27	74.28
	国际	102.97	47.97	36.91	1.55	-	29.64
	武陟	18.29	26.02	26.02	1.09	-	11.79
合计	-	1963.17	4352.55	2387.79	100.00	1183.38	2612.01

资料来源：公司提供，东方金诚整理

² 公司未提供 2015 年、2016 年及 2017 年全年园区配套住宅竣工面积和新开工面积。

截至 2017 年末，公司主要园区配套住宅及城市地产在建项目分布在全国 28 个地区，总建筑面积为 4352.55 万平方米，在建建筑面积为 2387.79 万平方米，在建面积规模较大。区域方面，2017 年以来公司加大环京区域以外地区园区配套住宅及城市地产项目建设，环北京区域、环上海区域、长江经济带在建项目占比分别为 76.21%、10.48%和 7.20%。

截至 2017 年末，公司拟建项目规划计容建筑面积 352.84 万平方米，总建筑面积 411.69 万平方米，总投资额 268.40 亿元。

从拟建项目的区域分布来看，主要位于廊坊、大厂、固安等环北京区域，上述区域拟建项目占总建筑面积比例分别为 76.39%、16.26%和 4.26%。2017 年以来环北京地区限购政策陆续执行，公司拟建项目未来预计存在一定销售压力。

表 8：截至 2017 年末公司拟建项目情况

单位：万平方米、亿元

区域	项目用地面积	规划计容建筑面积	总建筑面积	总投资额
大厂	20.08	54.04	66.96	27.49
固安	7.53	17.55	17.55	9.23
廊坊	101.42	271.42	314.49	226.54
嘉善	1.97	3.5	5.04	2.59
武汉	1.48	6.33	7.65	2.55
合计	132.48	352.84	411.69	268.40

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司可供开发园区配套住宅的土地较为充足，在获取土地资源上有较大优势，对未来持续发展形成了有力支撑

在受托产业新城开发建设业务中，公司园区前期开发资金投入较大，弥补了地方政府资金的不足，有助于公司园区配套住宅业务的土地获取，而随着受托区域的不断拓展，公司可以不断复制园区配套住宅开发模式，使得公司可供开发土地充足，为公司园区配套住宅业务持续发展提供有力支撑。

截至 2017 年末，公司土地储备面积为 530.94 万平方米³，储备开发用地规划计容建筑面积约 988.27 万平米，能够保证公司未来 1~2 年的配套住宅开发。

2. 产业发展服务等业务

受益于较强的招商引资能力和园区投资建设能力，近年产业园区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产业新城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。同时，在产业发展服务过程中，公司为拟入园企业提供工商登记及税务办理手续、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。

受益于较强的招商引资能力和园区投资建设能力，近三年公司产业园区签约入

³ 包含城市地产的土地储备面积。

园企业和投资金额均增长较快，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，带动政府结算产业发展服务收入增长所致。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，公司产业服务能力将不断提升，对于企业的吸引力不断增强，入园企业及投资金额仍有一定的增长潜力。

表 9：2015 年~2017 年公司产业园区主要业务运营情况

单位：个、亿元

指标	2015 年	2016 年	2017 年
新拓展园区	4	11	24
新增签约入园企业	173	436	635
其中：固安产业新城	37	130	99
新增签约投资金额	536.70	1122.40	1650.60
其中：固安产业新城	127.60	202.30	163.30
期末累计签约入园企业	830	1266	1901
其中：固安产业新城	393	523	622
期末累计签约投资金额	2202.23	3324.63	4975.23
其中：固安产业新城	1074.94	1277.24	1440.54
园区结算回款额 ⁴	98.30	177.59	299.12

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，产业园区新增签约入园企业为 635 个，新增签约投资金额为 1650.60 亿元。截至 2017 年末，公司产业园区累计签约入园企业为 1901 个，累计签约投资金额为 4975.23 亿元。

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，同时，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。2017 年，固安区域产业园区新增签约企业 99 家，新增签约投资额 163.3 亿元。截至 2017 年末，公司主要产业园区招商引资情况见下表。

⁴ 2016 年起，公司将园区结算金额计算口径由“当期收到政府支付的结算款”调整为“政府已确认的结算收入金额”。

表 10：公司主要园区产业定位及 2015 年～2017 年招商引资概况

区域	园区	产业定位	2015 年招商 引资概况	2016 年招商 引资概况	2017 年招商 引资概况
固安	固安工业 区、固安新 兴产业示范 区（新增产 业园 10 个）	电子信息、汽车零部 件、高端装备制造、 航天产业、生物医 药、节能环保、现代 服务、临空经济	新增签约企业 37 家，新增签约投 资额 127.6 亿元	新增招商签约企 业 130 家，新增 签约投资额 202.3 亿元	新增签约企业 99 家，新增签约投 资额 163.3 亿元
大厂	大厂潮白河 工业区、大 厂新兴产业 示范区	文化创意、生产性服 务和互联网、智能装 备、新型节能、能源 装备	新增签约入园企 业 26 家，新增签 约投资额 82.8 亿 元	新增签约入园企 业 79 家，新增签 约投资额 143.9 亿元	新增签约企业 56 家，新增签约投 资额 92.83 亿元
怀来	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	新增签约入园企 业 8 家，新增签 约投资额 31.4 亿 元	新增签约入园企 业 8 家，新增签 约投资额 56.1 亿 元	新增签约企业 22 家，新增签约投 资额 136.7 亿元
苏家 屯	苏家屯园区	汽车及智能装备	新增签约入园企 业 14 家，新增签 约投资额 58.6 亿 元	新增签约入园企 业 10 家，新增签 约投资额 131.3 亿元	新增签约企业 20 家，新增签约投 资额 20.67 亿元
香河	香河园区	智能机器人、通用航 空产业、家居跨境电 商、高新企业电子商 务、新能源节能汽车 装备	新增签约入园企 业 17 家，新增签 约投资额 43 亿元	新增签约入园企 业 44 家，新增签 约投资额 77.7 亿 元	新增签约企业 42 家，新增签约投 资额 91.2 亿元
霸州	霸州园区	高端制造	新增签约入园企 业 8 家，新增签 约投资额 96.8 亿 元	新增签约入园企 业 9 家，新增签 约投资额 43.3 亿 元	新增签约企业 23 家，新增签约投 资额 73.1 亿元
永清	永清园区	智能控制产业	签约企业 5 家， 累计签约投资额 1.4 亿	签约企业 11 家， 累计签约投资额 11.5 亿	新增签约企业 12 家，新增签约投 资额 57.3 亿元
无锡	无锡南长 滨河新城	智慧物联应用、智慧 高端制造、智慧物流 服务业、智能生产服 务业	新增签约入园企 业 13 家，新增签 约投资额 8.2 亿 元	新增签约入园企 业 11 家，新增签 约投资额 12.4 亿 元	新增签约企业 14 家，新增签约投 资额 27.68 亿元
嘉善 区域	嘉善园区	信息经济和智能制 造	新增签约入园企 业 30 家，新增签 约投资额 12.8 亿 元	新增签约入园企 业 60 家，新增签 约投资额 42.7 亿 元	新增签约企业 93 家，新增签约投 资额 135.98 亿元

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于公司产业园区签约入园企业和投资金额均增长较快，公司产业发展服务收入逐年增长，2015 年～2017 年分别为 63.43 亿元、109.72 亿元和 230.86 亿元，毛利率分别为 95.01%、95.75%和 92.25%，盈利能力很强。

土地整理投资业务是公司园区开发的重要组成部分，随着园区拓展数量的增长，未来公司土地整理投资业务仍将保持较大规模

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整理事宜向地方政府提供专业顾问服务。从待整理土地资源看，公司已开发区域中固安区域、大厂区域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。随着园区拓展数量的增长，公司土地整理规模有所增长。2015 年～2017 年，公司土地整理面积分别为 618.66 万平方米、374.54 万平方米和 319.28 万平方米，近年公司产业园区土地整理情况详见附件三。

城市地产开发

公司城市地产开发业务近年来发展较快，对公司收入和利润形成一定补充，2017 年受环京地区限购政策影响，公司城市地产业务销售面积及金额同比下降明显，短期内仍将面临一定的下行压力

公司城市地产开发业务主要位于产业园区周边区域，城市地产是公司的传统业务。2015 年~2017 年，公司城市地产业务收入分别为 76.61 亿元、86.87 亿元和 53.94 亿元，2017 年收入降低主要原因为公司逐渐由传统的房地产企业向产业新城运营商转型，地产业务主要依托产业园区而发展，公司重点开发园区配套住宅业务。

从城市地产开发业务项目销售情况看，2015 年~2017 年，公司合同销售面积分别为 128.41 万平方米、240.76 万平方米和 43.16 万平方米，合同销售金额分别为 120.72 亿元、281.84 亿元和 79.09 亿元。公司城市地产业务主要分布在廊坊市区及北京，2017 年受环京地区限购政策影响，公司城市地产业务销售面积及金额同比大幅下滑。随着环京限购的持续，预计 2018 年公司城市地产业务销售金额及面积仍有下行压力。

销售价格方面，2015 年~2017 年，公司城市地产开发业务平均合同销售价格为 9401.14 元/平方米、11706.26 元/平方米和 18324.84 元/平方米，受益于北京及周边地区的住宅价格快速上涨，2015 年以来城市地产住宅平均售价持续增长。

表 11：2015 年~2017 年公司城市地产业务总体情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015 年	2016 年	2017 年
合同销售面积	128.41	240.76	43.16
合同销售金额	120.72	281.84	79.09
平均价格	9401.14	11706.26	18324.84

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司对外委托贷款、对结构性项目的股权投资规模较大，存在或有负债及流动性风险

2017 年公司实际控制多个有限合伙等结构化主体，主要出资的结构化主体为嘉兴华夏幸福贰号投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉兴贰号”）和嘉兴华夏幸福叁号投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉兴叁号”）。嘉兴贰号合伙期限为 2014 年 4 月 24 日至 2034 年 4 月 23 日，主要资金投向为股权、债权、信托受益权及中国证监会认可的其他资产，公司出资金额为 20.92 亿元。嘉兴叁号合伙期限为 2015 年 5 月 28 日至 2023 年 5 月 27 日，主要资金投向为产业新城建设开发业务和目标企业股权投资业务，公司出资金额为 52.50 亿元。另外，2017 年公司用约 60 亿元自有资金购买信托产品或资产管理计划，主要投向为园区建设、部分地产项目等，公司有获得投资收益的权利，同时需要承担相应的投资损失。

2017 年末公司委托贷款发生额 14.76 亿元，其中 3.37 亿元发生逾期，分别为公司向长城重型机械制造有限公司提供的委托贷款 2.87 亿元，以及向河北雄威化工股份有限公司提供的委托贷款 0.5 亿元。长城重型机械制造有限公司已提供足额土地使用权抵押担保，不存在债权无法实现的风险，因此未计提坏账准备，截至报告出具日，公司正在采取措施收回逾期贷款。2017 年河北雄威化工股份有限公司

提供了足额土地使用权抵押担保，不存在债权无法实现的风险，因此未计提坏账准备，且该笔委贷已于 2018 年 3 月完成还款。

企业管理

产权结构

截至 2017 年末，华夏幸福注册资本 29.55 亿元，公司控股股东华夏幸福基业控股股份公司持有公司 61.67% 股份，实际控制人为王文学。

公司治理与管理水平

公司建立了完善的法人治理结构，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。

公司总部设立了战略发展中心、成本合约中心、财务中心、融资中心等职能部门，主要负责制定公司战略、经营计划、资本运营、重大决策等。同时，设立产业新城集团、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。组织架构图详见附件二。

在内部控制方面，公司建立了一套比较完整的内部控制体系，从公司层面到各业务流程层面建立了内部控制及内部监督机制，为公司经营管理的合法合规、资产安全、财务报告及相关信息的真实、完整提供了保障。

总体来看，公司法人治理结构比较完善、相关管理制度较为健全，内部控制较为有效。

战略规划

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。

财务分析

财务质量

公司提供了 2015 年~2017 年合并财务报表。中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2015 年~2017 年度的合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2017 年末，公司纳入合并范围的子公司共 406 家。

资产构成与资产质量

近年来公司资产规模不断增长，资产结构以流动资产为主，受环京限购限贷导致部分项目去化率下降及公司加大产业园区拓展力度影响，2017 年末公司存货大幅增长，2017 年末应收账款随园区结算收入增加而大幅增长，未来回款主要来自地方政府土地出让收入，回款稳定性受区域房地产市场波动影响较大

2015 年~2017 年末，公司资产总额持续增长，分别为 1686.23 亿元、2499.03 亿元和 3758.65 亿元；资产结构以流动资产为主，占比分别为 91.19%、89.46%和 92.72%。

图 5：2015 年~2017 年末公司资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产合计为 3484.86 亿元，其中存货、货币资金、应收账款和其他应收款占比分别为 65.94%、19.54%、5.43%和 3.04%。

公司存货逐年增长，总体规模较大，2015 年~2017 年末，公司存货账面价值分别为 1006.21 亿元、1473.45 亿元和 2297.94 亿元。2017 年末，公司存货中开发成本 1312.08 亿元、土地整理 610.33 亿元、基础设施建设 229.32 亿元、完工开发产品 64.20 亿元、工程施工 33.46 亿元，从主营业务来看，1377.20 亿元为房地产开发业务存货，920.70 亿元为其他产业新城业务。2017 年末，公司存货同比增长 55.96%，原因一方面为受部分区域规划调整及房地产行业调控的影响，公司部分区域房地产项目销售进度延缓。京津冀等重点限购限贷政策的调控区域，部分开盘项目去化率下降，公司放缓项目推盘节奏，将该类存货作为储备供未来发展；另一方面，公司加大产业园区拓展力度，土地整理及基础设施建设金额增加较大。在环京限购持续背景下，京津冀区域房地产仍将面临一定去化压力。公司存货共计计提跌价准备 3.94 亿元。2017 年末存货中受限资产为 104.59 亿元，主要为长短期借款及一年内到期的非流动负债提供抵押。

2015 年~2017 年末，公司货币资金分别为 368.02 亿元、455.03 亿元和 681.05 亿元，主要由银行存款、库存现金和其他货币资金构成，其他货币资金主要为购房按揭担保保证金、POS 机结算款、保函保证金和履约保证金。2017 年末货币资金中

银行存款和其他货币资金占比分别为 97.54% 和 2.46%，银行存款较上年增长 53.63%，主要系投资活动现金流出减少与筹资活动现金流入增加所致。2017 年末，公司货币资金为 681.05 亿元，货币资金中受限资产合计 39.00 亿元，其中 38.89 亿元为农民工工资预储金，其余为履约保证金和保函保证金。

2015 年~2017 年末，公司应收账款分别为 71.77 亿元、95.01 亿元和 189.10 亿元⁵。2017 年末公司应收账款同比增长 99.04%，189.10 亿元应收账款中应收政府园区结算款 185.33 亿元，主要是园区结算收入大幅增长，对应的应收政府园区结算款增加所致，未来回款主要来自地方政府土地出让收入，回款稳定性受区域房地产市场波动影响较大。2017 年末应收账款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、河北沙城经济开发区管理委员会、固安新兴产业示范区财政分局和沈水生态科技创新城管理委员会，合计占比为 82.24%。账龄方面，2017 年末公司 185.33 亿元应收政府园区结算款中 98% 以上均为一年以内，均在正常结算期间内，不足 2% 为一年以上，为应收沈水生态科技创新城管理委员会款项，具体金额为 3.65 亿元。截至 2017 年末，公司在沈水产业新城累计投资 26.49 亿元，累计结算收入 28.12 亿元，回款为 17.45 亿元。由于委托区域内政府新增财政收入增长缓慢，导致回款周期比其他区域相对较长，出现了一年以上的应收账款余额。随着委托区域内招商引资企业逐步进入投产期，政府新增财政收入有望改善，政府付款来源有望增加。因公司产业新城业务主要客户是地方政府，信用良好，且绝大部分应收账款账龄在一年以内，公司根据企业会计准则判断其并无坏账风险，故未计提坏账准备。

2015 年~2017 年末，公司其他应收款账面余额分别为 21.60 亿元、72.46 亿元和 111.87 亿元。2017 年末其他应收款账面余额中保证金、代垫款和押金分别占比 84.67%、9.49% 和 2.39%，2017 年末其他应收款同比增长 54.39%，主要为当年支付合作保证金、收购保证金等增加所致。2017 年末公司其他应收款计提坏账准备 6.00 亿元。

2. 非流动资产

2017 年末，公司非流动资产为 273.78 亿元，同比增加 3.93%。截至 2017 年末，无形资产、在建工程、长期股权投资、投资性房地产、其他非流动资产和固定资产在非流动资产中占比分别为 18.97%、15.58%、14.75%、10.50%、10.50% 和 10.38%。

2015 年~2017 年末，公司无形资产分别为 45.12 亿元、61.40 亿元和 51.93 亿元。公司无形资产主要为土地使用权、球员技术资产和软件，2017 年末在无形资产中占比分别为 78.02%、19.00% 和 2.98%。土地使用权为公司自持的房产对应的土地，具体为各园区的规划展馆用地、公用设施用地等。2017 年末，公司无形资产中用于长期借款及一年内到期的非流动负债抵押的价值为 1.07 亿元。

公司在建工程逐年增长，2015 年~2017 年末分别为 22.19 亿元、33.38 亿元和 42.67 亿元。2017 年末，公司在建工程同比增长 27.81%，主要为新西塘水街一期项目、怀来酒店、香河机器人产业港一期等项目投入增加所致。

2015 年~2017 年末，公司长期股权投资分别为 1.31 亿元、11.82 亿元和 40.38 亿元。2017 年末，公司长期股权投资同比增长 241.62%，主要为对合营以及联营企

⁵ 公司产业发展服务、基础设施建设和土地整理等业务在公司与委托区域政府共同确认的基础上确认收入，确认收入的同时记入应收账款，通常应收账款回款期为 1 年。

业投资增加所致。

2015 年~2017 年末,公司投资性房地产分别为 8.07 亿元、13.73 亿元和 28.74 亿元。2017 年末投资性房地产同比增长 109.30%,主要系部分项目完工转入所致。

同期末,公司其他非流动资产逐年增长,分别为 35.84 亿元、79.51 亿元和 28.74 亿元,公司其他非流动资产主要为委托贷款、信托计划、资产管理计划和基金等。2017 年末其他非流动资产同比减少 63.86%,主要原因为部分委贷和资产管理计划于本年重分类到一年内到期的非流动资产。

近三年末,公司固定资产分别为 23.79 亿元、26.70 亿元和 28.42 亿元,主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具、电子设备等。

2017 年末,公司受限资产包含 104.59 亿元存货、39.00 亿元货币资金、0.91 亿元固定资产和 1.07 亿元无形资产,受限资产合计 145.56 亿元,占公司总资产比重为 3.87%。

资本结构

公司所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具均占比较高,若未来公司下属子公司投资者退出、公司分红政策发生较大变动或永续债在利率调整期前予以偿还,公司将面临所有者权益不稳定风险及资金压力

2015 年~2017 年末,公司所有者权益逐年增长,分别为 256.30 亿元、380.32 亿元和 710.33 亿元。2017 年末所有者权益同比增长 86.77%,主要是少数股东权益、其他权益工具和未分配利润增加所致。

截至 2017 年末,公司少数股东权益、未分配利润和其他权益工具在所有者权益中分别占比 47.78%、28.44% 和 12.67%。2017 年末,因公司下属子公司引入投资者而纳入合并报表范围的少数股东权益金额 339.38 亿元,在所有者权益中占比较高,如果未来公司进行股权回购,公司将面临一定的资金压力,同时所有者权益将出现波动。2017 年末,公司未分配利润为 201.99 亿元,占比较高,对所有者权益的稳定性可能产生一定影响。2017 年末,其他权益工具为 90.00 亿元,主要为公司发行的永续期委托贷款。永续期委托贷款一般在利率调整期前,均会予以偿还,具有债务属性,公司后续面临一定偿还压力。2017 年末公司资产负债率为 81.1%,若考虑上述 90 亿元永续债后,资产负债率为 83.5%。

整体来看,公司所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具均占比较高,若未来公司下属子公司投资者退出、公司分红政策发生较大变动或永续债在利率调整期前予以偿还⁶,公司将存在所有者权益不稳定风险及面临资金压力。

公司产业新城开发建设投资规模大、业务及回款周期较长,近年随着产业园区拓展加快,有息债务规模持续增加,叠加 2017 年经营性净现金流转负,债务负担有所加重,债务结构以长期有息债务为主

2015 年~2017 年末,公司负债合计分别为 1429.93 亿元、2118.72 亿元和 3048.32 亿元。2017 年末负债总额同比增长 43.88%,主要是预收款项增多及长短期债务增加所致。公司负债以流动负债为主,占比分别为 79.61%、75.38% 和 74.82%,由于公司逐渐改善借款结构,流动负债占比逐渐降低。

⁶ 若不进行偿还,公司永续债将按照约定利率调整条款重置利率,公司将支付较高利率的利息。

1. 流动负债

公司流动负债持续增长。2015 年~2017 年末，公司流动负债分别为 1138.39 亿元、1596.99 亿元和 2280.64 亿元。2017 年末流动负债同比增长 42.81%，主要是房地产项目预收款大幅增加所致。截至 2017 年末，公司流动负债主要由预收款项、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他应付款构成，在流动负债中分别占比 58.09%、11.15%、8.52%和 7.29%。

2015 年~2017 年末，公司预收款项分别为 672.55 亿元、1025.48 亿元和 1324.76 亿元，主要为房地产项目预收款。2017 年末，公司预收款项同比增长 29.18%，随着公司产业新城业务扩张较快，房地产项目合同销售金额较快增长，公司预收款项大幅增加，其中账龄在 1 年以内的占比 49.69%，1 至 2 年的占比 39.55%。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，公司未来住宅销售收入较有保障。

公司应付账款主要为工程未决算款。2015 年~2017 年末，公司应付账款分别为 160.27 亿元、204.25 亿元和 254.22 亿元，账龄在 1 年以内的占比 86.03%，账龄超过 1 年的重要应付账款为 13.54 亿元。

2015 年~2017 年末，一年内到期的非流动负债分别为 122.27 亿元、172.21 亿元和 194.25 亿元，主要为一年内到期的长期借款；其他应付款分别为 64.08 亿元、105.55 亿元和 166.34 亿元，2017 年末其他应付款较年初增长 57.59%，主要是其他暂收款、保证金等增加所致。

2. 非流动负债

2015 年~2017 年末，公司非流动负债分别为 291.54 亿元、521.72 亿元和 767.68 亿元。2017 年末，公司非流动负债同比增长 47.14%，应付债券和长期借款在非流动负债中占比分别为 50.76%和 48.29%。

公司应付债券增长较快，2015 年~2017 年末，公司应付债券分别为 79.37 亿元、313.42 亿元和 389.67 亿元，增长较快主要由于公司为满足业务资金需求，拓宽融资渠道，调整债务结构，自 2015 年下半年至 2017 年发行公司债券、中期票据和 ABS 产品金额较大。

2015 年~2017 年末，公司长期借款分别为 205.95 亿元、202.91 亿元和 370.74 亿元。2017 年末公司长期借款中抵押借款占比 35.72%，抵押物为公司存货、无形资产、固定资产；保证借款占比 61.47%，主要由公司以及子公司廊坊京御房地产开发有限公司（以下简称“廊坊京御”）、九通基业投资有限公司（以下简称“九通基业”）提供保证担保；质押借款占比 46.96%，以持有的廊坊京御、九通基业、三浦威特园区建设发展有限公司（以下简称“三浦威特”）等部分股权做质押。

3. 债务负担

由于公司园区拓展业务对外部资金较为依赖，近年公司有息债务规模增长较快。截至 2017 年末，公司资产负债率为 81.10%，全部债务合计 1190.30 亿元。其中，长期有息债务和短期有息债务占比分别为 64.44%和 35.56%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 51.92%和 62.63%。以长期有息债务为主的期限结构与房地产项目开发周期较为匹配。

2015 年~2017 年末，公司资产负债率分别为 84.80%、84.78%和 81.10%，调整

后的资产负债率⁷分别为 60.79%、60.32%和 56.12%；全部债务资本化比率分别为 66.17%、65.50%和 62.63%；有息债务规模分别为 501.39 亿元、722.11 亿元和 1190.30 亿元。

表 12：2015 年～2017 年末公司债务结构情况

单位：亿元、%

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期有息债务	210.56	201.05	423.22
长期有息债务	290.83	521.06	767.08
全部债务	501.39	722.11	1190.30
长期债务资本化比率	53.16	57.81	51.92
全部债务资本化比率	66.17	65.50	62.63

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

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 2017 年末，公司对子公司担保余额合计 676.43 亿元，为商品房购买人提供的阶段性担保额为 616.09 亿元，担保比率 86.73%。此外，公司为合营公司固安翌光科技有限公司提供了 1.50 亿元担保。公司无其他对外担保事项。

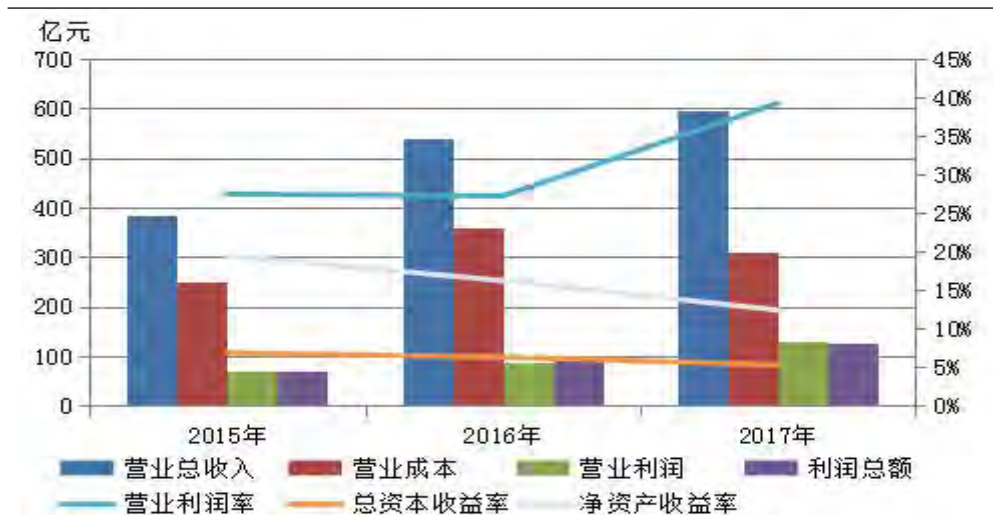
盈利能力

公司近年营业收入逐年增加，盈利能力很强

2015 年～2017 年，随着产业发展服务、土地整理收入、园区配套住宅和城市地产开发等业务拓展，公司营业收入逐年增加，分别为 383.35 亿元、538.21 亿元和 596.35 亿元；营业利润率分别为 27.45%、27.20%和 39.24%；利润总额分别为 69.49 亿元、89.76 亿元和 127.99 亿元；净利润分别为 49.87 亿元、61.68 亿元和 88.07 亿元。受益于园区结算回款额增加，2017 年公司利润总额同比增长 42.60%，净利润同比增长 42.78%。

⁷ 调整后资产总额=财务报表资产总额-预收账款*(1-当期综合毛利率)；调整后负债总额=财务报表负债总额-预收账款。

图 6：2015 年~2017 年公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年~2017 年，公司期间费用分别为 37.89 亿元、60.61 亿元和 104.30 亿元，在营业收入中占比分别为 9.88%、11.26%和 17.49%。2017 年期间费用大幅增长主要是公司产业新城业务扩张较快，人工薪酬等管理费用增加较多所致。2017 年管理费用、销售费用和财务费用在期间费用中占比分别为 71.79%、18.82%和 9.40%。

表 13：2015 年~2017 年公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年
销售费用	12.36	18.75	19.63
管理费用	25.52	36.23	74.88
财务费用	0.01	5.63	9.80
期间费用合计	37.89	60.61	104.30
期间费用占营业收入比例	9.88	11.26	17.49

数据来源：公司提供，东方金诚整理

近三年，公司总资本收益率分别为 6.83%、6.29%和 5.27%，净资产收益率分别为 19.46%、16.22%和 12.40%，逐年下降，主要是所有者权益增长及有息债务增加所致。

现金流

受公司加大产业园区拓展力度及环京限购导致的房地产业务回款金额下降影响，2017 年公司经营活动净现金流大幅转负，投资活动现金流保持净流出，筹资活动净现金流大幅增加，公司对外部融资依赖程度较大

2015 年~2017 年，公司经营活动净现金流分别为 74.50 亿元、77.63 亿元和 -162.28 亿元。2017 年公司经营活动净现金流大幅转负，主要原因为 2017 年第三季度公司聚焦开拓产业新区域，加快了“异地复制”的步伐，产业新城业务支出大幅增加；同时受国家宏观调控及环保政策的影响，房地产业务回款同比下降，因此

第三季度整体经营性现金流量净额下降较多，导致 2017 年全年经营活动净现金流大幅转负。

同期，公司投资活动净现金流持续体现为净流出，分别为-57.96 亿元、-250.62 亿元和-200.30 亿元，2016 年以来流出规模较大，主要是公司取得子公司及其他营业单位支付的现金较多所致。

2015 年~2017 年，筹资活动净现金流逐年增加，分别为 192.96 亿元、253.94 亿元和 570.98 亿元，2017 年筹资活动净现金流同比增长较多主要是吸收少数股东投资增加、新增借款和发行债券增加所致。

图 7：2015 年~2017 年公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2015 年~2017 年末，公司流动比率和速动比率均逐年上升，流动比率分别为 135.07%、139.99%和 152.80%，速动比率分别为 46.68%、47.72%和 52.04%。2015 年~2017 年，公司经营现金流动负债比分别为 6.54%、4.86%和-7.12%。

同期，公司 EBITDA 逐年增加，分别为 74.54 亿元、105.37 亿元和 154.90 亿元；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均逐年上升，EBITDA 利息倍数分别为 2.08 倍、2.17 倍和 2.69 倍，全部债务/EBITDA 分别为 6.73 倍、6.85 倍和 7.68 倍。

表 14：2015 年~2017 年公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
流动比率	135.07	139.99	152.80
速动比率	46.68	47.72	52.04
经营现金流动负债比	6.54	4.86	-7.12
EBITDA 利息倍数	2.08	2.17	2.69
全部债务/EBITDA	6.73	6.85	7.68

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司园区运营与地产开发相结合的独特盈利模式能够保证公司未来获得持续稳定的收益，偿债资金来源较有保障，预计随着公司园区开发规模的扩大，公司整

偿债能力将有所增强。考虑到公司与主要银行保持良好的合作关系，外部融资能力很强，同时公司作为上市公司，拥有直接融资优势，且公司在债券市场信誉良好，有利于其偿债能力的增强。综合来看，公司偿债能力极强。

过往债务履约情况

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 2018 年 3 月 30 日，公司无不良类信贷记录。

截至本报告出具日，公司在债券市场发行的各期债券均正常付息。

本期债券偿债能力

本期债券计划发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），本期债券发行金额若按 20 亿元计算，为公司 2017 年末全部债务和负债总额的 1.68%和 0.66%，对公司现有资本结构将产生一定影响。

截至 2017 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 81.10%和 62.63%。本期债券发行后，若发行金额按 20 亿元计算，公司的负债总额将上升至 3068.32 亿元，资产负债率将上升至 81.20%，全部债务资本化比率上升至 63.02%，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金将全部用于偿还有息债务，预计实际债务负担将低于上述模拟值。

以公司 2017 年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 7.75 倍、40.80 倍、-8.11 倍和-18.13 倍。

表 15：本期债券偿债能力指标

单位：倍

偿债指标	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/本期发债额度	3.73	5.27	7.75
经营活动现金流入偿债倍数	42.61	46.93	40.80
经营活动现金流量净额偿债倍数	3.72	3.88	-8.11
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	0.83	-8.65	-18.13

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司现有长期债务规模较大，在本期债券存续期内，公司长期债务的偿还压力主要来自银行长期借款和已发行债券的到期偿还，存在一定的集中偿还风险。考虑到近年公司在产业园区开发建设领域具有很强的竞争力，营业收入持续增长，盈利能力很强，未来随着产业园区进一步拓展，公司收入水平和盈利能力将进一步提高，同时公司现有有息债务规模处于合理范围，债务期限结构逐渐改善，东方金诚认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

表16：截至2017年末公司债务偿还期限结构

单位：亿元、%

项目	≤1年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5年	合计
金额	423.02	150.74	245.63	174.19	121.93	74.59	1190.10
占比	35.54	12.67	20.64	14.64	10.25	6.27	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

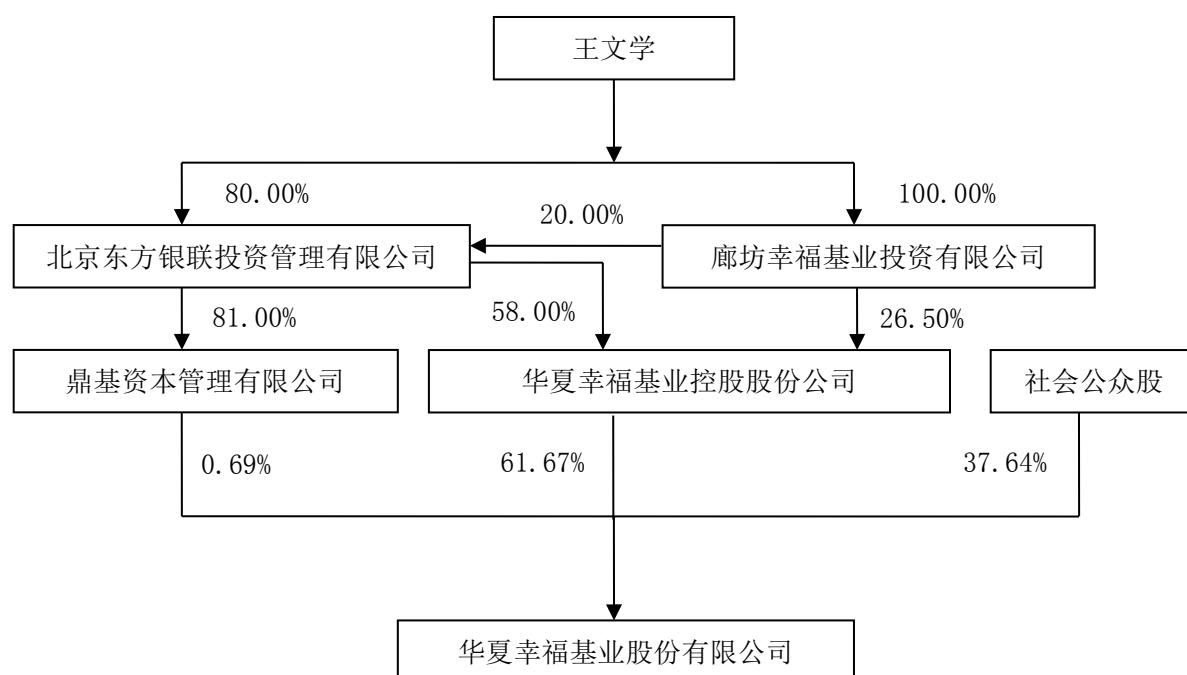
抗风险能力及结论

公司产业新城及配套住宅开发建设业务具有很强的区域专营性和协同效应，经营区域从京津冀地区扩张至长三角等区域，近年签约园区数量、签约入园企业数量和投资金额增长较快，市场竞争优势明显；近年公司产业新城园区配套住宅项目合同销售面积和合同销售金额逐年增加，盈利水平较高；受益于较强的招商引资能力和园区投资建设能力，公司产业发展服务等业务收入及利润逐年快速增长；公司可供开发园区配套住宅的土地较为充足，在获取土地资源上有较大优势，对未来持续发展形成了有力支撑。

同时，东方金诚也关注到公司产业园区开发经营模式易受国家及地方政府相关政策、地方投融资环境的影响，从京津冀地区扩张至长三角等区域的过程中，面临一定复制难度；公司2017年末应收账款随园区结算收入增加而大幅增长，未来回款主要来自地方政府土地出让收入，回款稳定性受区域房地产市场波动影响较大；公司产业新城园区配套住宅及城市地产业务主要分布在环京地区，当前环京区域限购限贷政策对公司未来住宅销售的稳定性构成不利影响；公司产业新城开发建设投资规模大、业务及回款周期较长，近年随着产业园区拓展加快，有息债务规模持续增加，叠加2017年经营性净现金流转负，债务负担有所加重；公司对外委托贷款、对结构性项目的股权投资规模较大，存在或有负债及流动性风险。

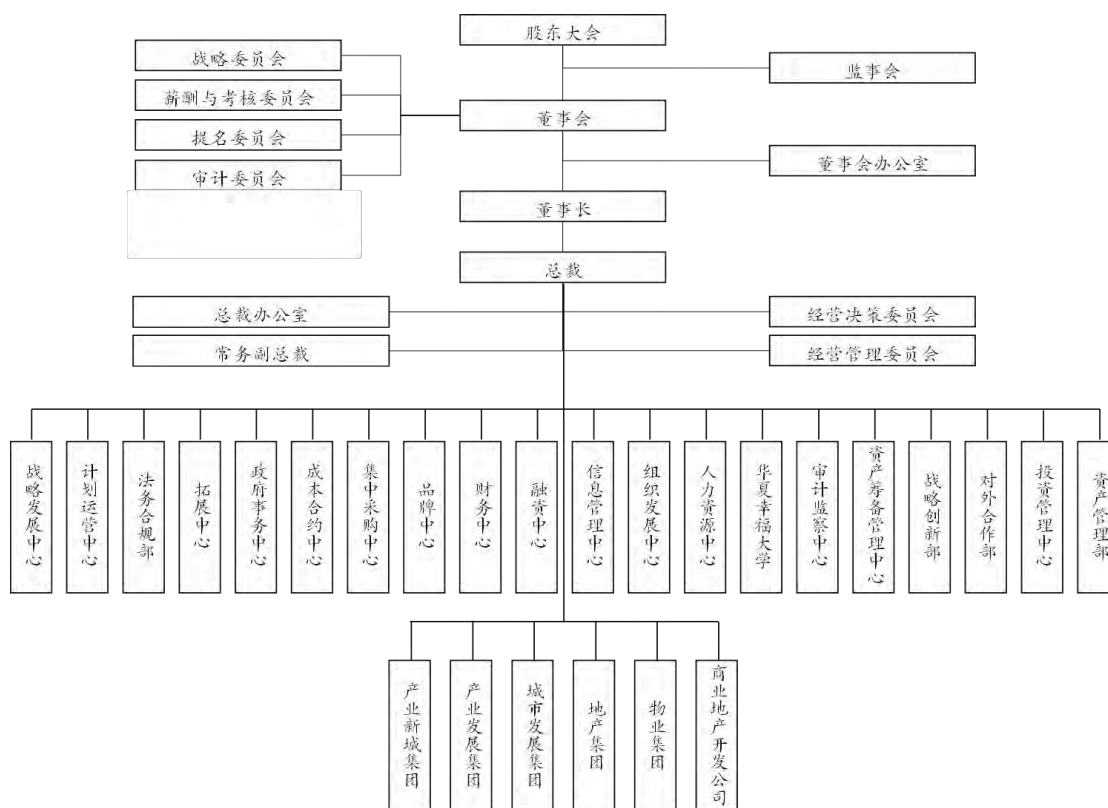
综上所述，东方金诚认为华夏幸福抗风险及偿债能力极强，东方金诚评定华夏幸福主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还保障，到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2017 年末华夏幸福股权关系图⁸



⁸ 华夏幸福基业控股股份公司通过账户“华夏幸福基业控股股份公司”和“华夏幸福基业控股股份公司—华夏幸福基业控股股份公司非公开发行 2017 年可交换公司债券（第一期）质押专户”合计持有公司 18.22 亿股人民币普通股，持股比例为 61.67%。

附件二：截至2017年末华夏幸福组织结构图



附件三：近年公司产业园区土地整理情况

单位：万平方米

区域	园区	2015 年	2016 年	2017 年
固安区域	固安工业区、固安新兴产业示范区、马庄新区	202.66	14.61	117.77
怀来区域	怀来新兴产业示范区	76.05	10.72	-
霸州区域	霸州园区	47.07	-	41.94
永清区域	永清园区	28.00	18.40	-
涿州区域	涿州园区	-	31.20	13.40
文安区域	文安园区	-	36.47	39.87
香河区域	香河园区	27.24	9.13	-
昌黎区域	昌黎园区	-	40.12	2.70
舒城区域	舒城园区	-	10.36	-
环上海大区	嘉善园区、无锡园区、南浔区域	48.47	55.60	-
大厂区域	潮白河经济开发区、新兴产业示范区	73.23	77.20	-
沈阳区域	苏家屯园区	68.07	-	-
廊坊大区	空港新区、北部新区、广阳区、开发区	47.87	70.73	54.40
和县区域	和县园区	-	-	4.46
武陟区域	武陟园区	-	-	-
北戴河新区区域	-	-	-	3.56
南浔区域	-	-	-	6.64
来安区域	-	-	-	24.26
江门区域	-	-	-	10.30
合计	-	618.66	374.54	319.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

附件四：合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产：			
货币资金	3680167.43	4550308.81	6810488.49
应收票据	189.20	6.00	-
应收账款	717747.73	950077.53	1891031.77
预付款项	253935.84	355132.99	162044.82
应收利息	-	19215.93	52199.32
其他应收款	201278.14	693674.25	1058730.13
存货	10062119.82	14734474.93	22979438.54
一年内到期的非流动资产	70239.00	300000.00	624044.83
其他流动资产	390834.60	753226.86	1270650.52
流动资产合计	15376511.77	22356117.31	34848628.42
非流动资产：			
可供出售金融资产	52804.44	68383.22	59530.15
长期股权投资	13096.25	118214.64	403843.28
投资性房地产	80739.97	137326.81	287420.86
固定资产	237902.50	267012.97	284216.65
在建工程	221878.47	333848.62	426676.53
无形资产	451207.70	614002.63	519304.36
商誉	3997.67	32510.76	54161.69
长期待摊费用	7403.08	140481.26	179027.90
递延所得税资产	58393.36	127305.05	236267.47
其他非流动资产	358400.00	795129.61	287394.06
非流动资产合计	1485823.44	2634215.57	2737842.97
资产总计	16862335.21	24990332.88	37586471.39

附件四：合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动负债：			
短期借款	700840.46	30000.00	684578.15
应付票据	182063.39	129641.65	846702.84
应付账款	1602691.37	2042543.02	2542204.06
预收款项	6725450.88	10254839.54	13247632.13
应付职工薪酬	51498.32	94983.70	218584.08
应交税费	198972.93	361813.11	525169.63
应付利息	13100.13	98063.84	127622.83
应付股利	-	-	-
其他应付款	640804.56	1055512.36	1663407.66
一年内到期的非流动负债	1222665.54	1722094.74	1942526.53
其他流动负债	45852.16	180433.15	1007940.99
流动负债合计	11383939.74	15969925.12	22806368.90
非流动负债：			
长期借款	2059458.58	2029137.80	3707397.80
应付债券	793746.06	3134166.39	3896706.03
长期应付款	55107.21	47277.69	66693.24
专项应付款	5869.31	4507.28	4187.28
递延收益	237.91	589.80	1171.68
递延所得税负债	903.11	719.20	691.13
其他非流动负债	73.28	839.07	-
非流动负债合计	2915395.46	5217237.23	7676847.15
负债合计	14299335.20	21187162.35	30483216.05
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本（或股本）	264575.94	295494.67	295494.67
其他权益工具	-	100000.00	900000.00
资本公积	45914.31	588225.88	343730.62
其他综合收益	3429.20	24461.42	-110.60
盈余公积	97295.78	110285.42	150514.24
未分配利润	941463.29	1417623.88	2019873.06
归属母公司所有者权益合计	1352678.52	2536091.26	3709502.00
少数股东权益	1210321.49	1267079.27	3393753.34
股东权益合计	2563000.01	3803170.53	7103255.33
负债与股东权益合计	16862335.21	24990332.88	37586471.39

附件五：合并利润表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年
一、营业总收入	3833468.97	5382058.75	5963542.03
其中：营业收入	3833468.97	5382058.75	5963542.03
减：营业成本	2510336.30	3604515.42	3105180.30
营业税金及附加	270902.46	313477.05	518380.14
销售费用	123644.39	187521.98	196292.93
管理费用	255161.58	362275.69	748750.26
财务费用	130.57	56301.81	98002.61
资产减值损失	13368.22	17636.31	83225.15
投资收益	30378.86	41497.01	73447.96
汇兑收益	-	-	621.23
二、营业利润	690304.31	881827.50	1287779.82
加：营业外收入	8452.07	19809.05	7114.54
减：营业外支出	3900.28	4084.77	14986.33
其中：非流动资产处置损失	3.02	9.45	-
三、利润总额	694856.10	897551.78	1279908.03
减：所得税	196146.97	280739.95	399250.93
四、净利润	498709.13	616811.83	880657.10
归属于母公司所有者的净利润	480077.30	649157.91	878080.60
少数股东损益	18631.83	-32346.08	2576.50

附件六：合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	7621446.97	9013207.19	7804939.66
收到的其他与经营活动有关的现金	900396.62	372570.38	354312.58
经营活动现金流入小计	8521843.59	9385777.57	8159252.24
购买商品、接受劳务支付的现金	6136225.42	6616087.82	7096249.61
支付给职工以及为职工支付的现金	306442.85	463435.07	827778.31
支付的各项税费	636703.39	880539.01	1101211.12
支付的其他与经营活动有关的现金	697499.67	649409.25	756786.10
经营活动现金流出小计	7776871.32	8609471.15	9782025.14
经营活动产生的现金流量净额	744972.27	776306.42	-1622772.90
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	1226123.52	1200680.00	610312.00
取得投资收益所收到的现金	30614.16	30984.74	41224.08
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	8278.44	9746.12	2999.82
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	2993.66	-	3053.46
收到的其他与投资活动有关的现金	60000.00	175100.00	155946.21
投资活动现金流入小计	1328009.79	1416510.86	813535.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	118215.34	382001.53	493214.90
投资所支付的现金	1606142.97	1558003.03	652370.06
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	13856.16	1269990.02	1472246.28
支付的其他与投资有关的现金	169350.00	712748.25	198695.70
投资活动现金流出小计	1907564.47	3922742.82	2816526.93
投资活动产生的现金流量净额	-579554.68	-2506231.96	-2002991.36
三、筹资活动产生的现金流			
吸收投资所收到的现金	790000.00	1752924.82	4007084.83
取得借款所收到的现金	3920812.01	2788627.80	4226827.89
发行债券收到的现金	794200.00	2466896.50	1869612.63
收到的其他与筹资活动有关的现金	151221.78	108110.11	52695.08
筹资活动现金流入小计	5656233.79	7116559.22	10156220.43
偿还债务所支付的现金	3053907.33	2988522.83	2052786.39
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	512560.62	604960.46	751249.63
支付其他与筹资活动有关的现金	160181.75	983700.85	1642352.13
筹资活动现金流出小计	3726649.71	4577184.14	4446388.15
筹资活动产生的现金流量净额	1929584.09	2539375.09	5709832.28
四、汇率变动对现金的影响额	606.60	3417.50	3952.71
五、现金和现金等价物净增加额	2095608.28	812867.04	2088020.72

附件七：合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2015 年	2016 年	2017 年
1、净利润	498709.13	616811.83	880657.10
资产减值准备	13368.22	17636.31	83225.15
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	17662.93	27197.34	37958.98
无形资产摊销	12770.28	31944.23	51308.26
长期待摊费用摊销	1067.63	19982.42	58791.69
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-11.54	-418.31	-11.46
固定资产报废损失	-	-	-
公允价值变动损失（减：收益）	-	-	-
财务费用	18960.55	80424.67	121537.89
投资损失	-30378.86	-41497.01	-73447.96
递延所得税资产减少	-17785.93	-68190.35	-108726.66
递延所得税负债增加	-31.52	-183.91	-28.07
存货的减少	-1753413.47	-4505638.82	-7931318.92
经营性应收项目的减少	-266406.77	-119823.21	375757.24
经营性应付项目的增加	2322328.88	4868071.08	5055686.05
其他	-71867.27	-150009.85	-174162.21
经营活动产生的现金流量净额	744972.27	776306.42	-1622772.90
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	3680167.43	4550308.81	6810488.49
减：现金的期初余额	1619392.24	3680167.43	4550308.81
加：现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	2060775.19	870141.38	2260179.68

附件八：主要财务指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
盈利能力			
营业利润率(%)	27.45	27.20	39.24
总资本收益率(%)	6.83	6.29	5.27
净资产收益率(%)	19.46	16.22	12.40
偿债能力			
资产负债率(%)	84.80	84.78	81.10
长期债务资本化比率(%)	53.16	57.81	51.92
全部债务资本化比率(%)	66.17	65.50	62.63
流动比率(%)	135.07	139.99	152.80
速动比率(%)	46.68	47.72	52.04
经营现金流负债比(%)	6.54	4.86	-7.12
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	2.17	2.69
全部债务/EBITDA(倍)	6.73	6.85	7.68
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.03	-0.24	-0.30
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	8.71	-22.46	-29.95
经营效率			
销售债权周转次数(次)	6.22	6.45	4.20
存货周转次数(次)	0.28	0.29	0.16
总资产周转次数(次)	0.27	0.26	0.19
现金收入比(%)	198.81	167.47	130.88
增长指标			
资产总额年平均增长率(%)	-	48.08	49.30
净资产年平均增长率(%)	-	47.86	66.48
营业收入年平均增长率(%)	-	41.49	24.73
利润总额年平均增长率(%)	-	33.19	35.72
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.73	5.27	7.75
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	42.61	46.93	40.80
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.72	3.88	-8.11
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.83	-8.65	-18.13

附件九：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的全部债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: $\text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n 年数据: $\text{增长率} = \left[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA} / \text{本期发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：企业主体及公司债券信用等级符号及定义

符号	定 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。

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。

关于华夏幸福基业股份有限公司 2018年公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“华夏幸福基业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）”的存续期内密切关注华夏幸福基业股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在华夏幸福基业股份有限公司公布年报后的两个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向华夏幸福基业股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，华夏幸福基业股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如华夏幸福基业股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 6 月 6 日