



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪606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；维持上述债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十一日

华远地产股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	华远地产股份有限公司		
债券简称	14 华远债		
债券代码	122370		
发行年限	5 年期		
发行规模	14 亿元人民币		
起息日	2015/04/27		
上次评级时间	2018/06/08		
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	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	70.78	77.42	85.72	85.69
总资产（亿元）	280.94	343.53	496.65	518.99
总债务（亿元）	125.75	175.23	284.49	309.13
营业总收入（亿元）	76.08	99.04	68.31	5.83
营业毛利率（%）	18.96	28.02	28.15	34.54
EBITDA（亿元）	11.03	17.58	11.44	-
所有者权益收益率（%）	10.93	14.88	8.57	-0.11
资产负债率（%）	74.81	77.46	82.74	83.49
总债务/EBITDA（X）	11.40	9.97	24.87	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.49	2.43	0.96	-
净负债率（%）	100.05	131.92	214.35	252.91

注：1、所有者权益包含少数股东权益；

2、2019年一季度所有者权益收益率已经年化处理；

3、华远地产2016~2018年中其他应付款中有息部分已相应调整至长期债务中。

基本观点

作为北京市西城区国资委旗下主要房地产开发企业之一，华远地产股份有限公司（以下简称“华远地产”或“公司”）可持续获得股东的支持。跟踪期内，华远地产销售业绩快速增长，待结算资源较为丰富，期末土地储备较为充足，融资渠道保持畅通。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务规模增长较快，财务杠杆处于较高水平以及公司未来将面临一定的资本支出压力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

- 股东持续有力的支持。公司控股股东为北京市华远集团有限公司（以下简称“华远集团”），实际控制人为北京市西城区国资委，股东背景较为雄厚。作为西城区国资委旗下主要房地产业务运营主体之一，近年来公司持续在股东借款及融资担保等方面得到华远集团的支持。
- 销售业绩快速增长，待结算资源较为丰富。2018 年公司加大销售力度，全年实现签约销售面积 95.39 万平方米，同比增长 43.01%；实现签约销售金额 120.45 亿元，同比增长 56.02%。同时截至 2018 年末，公司预收账款为 71.54 亿元，占当年营业收入比重为 104.73%，待结算资源较为丰富，可为未来短期内的经营业绩提供一定的保障。
- 土地储备较为充足。2018 年公司加大拿地力度，在继续深耕长沙、西安、天津等地基础上，新进入银川和涿州，不断拓展其土地储备区域布局。截至 2018 年末，公司土地储备面积为 412.11 万平方米，土地储备面积有所增长，整体较为充足。
- 融资渠道顺畅，备用流动性较为充足。作为 A

分 析 师

李诗哲 shzhli@ccxr.com.cn

王亚冬 ydawang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 21 日

股上市企业，公司融资渠道多样且顺畅，与金融机构亦保持良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司在金融机构授信总额度为 199.01 亿元，未使用授信额度 57.23 亿元，备用流动性较为充足。

关 注

- 债务规模增长较快，财务杠杆处于较高水平。随着公司在建项目的推进和土地储备的增加，公司融资需求不断提升，债务规模亦快速增长。截至 2018 年末公司总债务规模同比增长 62.35%至 284.49 亿元，同期末公司净负债率同比增长 82.43 个百分点至 214.35%。
- 公司或将面临一定的资本支出压力。截至 2019 年 3 月末，公司在建项目预计总投资金额为 474.38 亿元，累计已投资 305.84 亿元，尚需投入 168.54 亿元。同时考虑到公司未来仍有较大规模的土地支出计划，其或将面临一定的资本支出压力。

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。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律，法规及时对外公布。

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”）起息日为 2015 年 4 月 27 日，发行规模为 14 亿元，期限为 5 年，发行利率 5.24%。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。本次债券募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子

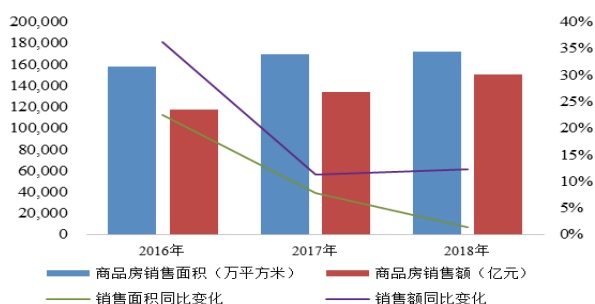
是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3%和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2%和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

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、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。

图 1：2016~2018 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

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内外部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，

且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

公司控股股东为北京市华远集团有限公司（以下简称“华远集团”），截至 2019 年 3 月末，华远集团及其一致行动人持有公司股份数量合计占公司总股份的 53.24%，公司最终控制人系北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“西城区国资委”）。公司作为西城区国资委旗下主要的房地产业务开发运营主体之一，近年来公司持续

在股东借款及融资担保等方面持续得到华远集团的支持。跟踪期内，公司新增股东借款 3.25 亿元，截至 2018 年末，公司向华远集团借款合计 15.00 亿元。此外，根据《关于 2018 年北京市华远集团有限公司为公司提供融资担保的关联交易的议案》，华远集团将为公司提供总额不超过 50 亿元的融资担保，为公司的融资及流动性提供了较强的支持。

2018 年公司实现营业收入 68.31 亿元，较上年同比下降 31.02%。从业务构成来看，房地产板块收入仍是公司最主要的收入来源，当年公司实现房地产板块收入²64.83 亿元，同比减少 33.93%，主要系结算项目规模下降所致，占营业收入比重为 94.91%；实现酒店收入 1.91 亿元，同比增长 305.17%，主要收入来源为长沙君悦酒店，占营业收入比重为 2.80%。

表 1：2017~2018 年公司营业收入构成情况

单位：亿元

项目	2017			2018		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产	98.12	99.07%	27.74%	64.83	94.91%	26.67%
酒店	0.47	0.47%	22.35%	1.91	2.80%	30.81%
其他	0.45	0.45%	-	3.28	4.80%	-
合计	99.04	100.00%	28.02%	68.31	100.00%	28.15%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年公司加大销售力度，长沙、天津等地供货节奏加快，整体销售业绩有较大幅度增长。同时公司亦加大了项目开发力度，2018 年新开工面积明显上升。期末公司在建项目拟投资规模较大，或存在一定的资本支出压力。

2018 年，公司房地产销售业绩呈现快速增长。当年公司加快长沙和天津项目供货节奏，实现销售签约额 120.45 亿元，同比增长 56.02%；实现销售签约面积 95.39 万平方米，同比增长 43.01%；全年公司销售均价为 12,627.11 元/平方米，同比增长 9.10%，整体呈现量价齐升的态势；实现销售回款 106.10 亿元，同比增长 24.38%。另 2019 年一季度公司签约销售金额同比增长 51.82%至 20.07 亿元；

签约销售面积同比增长 29.23%至 15.96 万平方米，签约销售均价为 12,572.19 元/平方米。

表 2：2016~2019.Q1 公司房地产业务销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
签约面积	70.80	66.70	95.39	15.96
签约金额	107.80	77.20	120.45	20.07
销售均价	15,225.99	11,574.21	12,627.11	12,575.19
结算面积	63.33	70.67	65.58	2.32
结算金额	74.72	96.76	59.62	4.41
结算均价	11,798.52	13,691.81	9,091.19	19,018.94

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，2018 年公司在西安、长沙、天津、重庆、北京、佛山和广州签约销售面积分别为 49.76 万平方米、18.97 万平方米、9.06 万平方米、8.88 万平方米、4.44 万平方米、2.62 万平方米和 1.65 万平方米，占比分别为 52.17%、19.89%、9.49%、9.31%、4.66%、2.75%和 1.73%；从销售金额来看，上述区域分别实现销售金额 44.87 亿元、32.25 亿元、7.13 亿元、10.04 亿元、10.79 亿元、2.94 亿元和 12.43 亿元，占比分别为 37.25%、26.77%、5.92%、8.34%、8.96%、2.44%和 10.32%，综合来看，西安和长沙为公司前两大销售城市，2018 年销售面积和销售金额合计占比分别为 72.06%和 64.02%。

表 3：2018 年公司房地产业务区域销售占比

单位：万平方米、亿元

区域	销售面积	面积占比	销售金额	金额占比
西安	49.76	52.17%	44.87	37.25%
长沙	18.97	19.89%	32.25	26.77%
天津	9.06	9.49%	7.13	5.92%
重庆	8.88	9.31%	10.04	8.34%
北京	4.44	4.66%	10.79	8.96%
佛山	2.62	2.75%	2.94	2.44%
广州	1.65	1.73%	12.43	10.32%
合计	95.39	100.00%	120.45	100.00%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，2018 年公司房地产结算面积为 65.58 万平方米，同比下降 7.20%；实现结算金额 59.62 亿元，同比下降 38.38%，主要受结算项目区域调整影响；公司结算均价亦下降 33.60%至 9,090.19 元/平方米。从结算金额的区域分布来看，公司结算金额主要来源于西安和长沙，2018 年上述

² 公司房地产业务收入除房地产销售收入外，还包括写字楼及商业的租金收入等。

两地结算金额占比分别为 54.98%和 22.61%，合计占当期结算金额比重为 77.59%。

项目运作方面，2018 年公司加大佛山和天津地区项目的开工力度，当年新开工面积同比大幅增长 390.27%至 252.00 万平方米；2018 年竣工规模同比减少 9.87%至 74.00 万平方米，竣工项目主要包括西安辰悦项目、西安枫悦一期项目、北京华中心项目和长沙华中心二期等项目。另 2019 年一季度公司新开工面积同比增长 541.98%至 52.00 万平方米，当期新开工项目为长沙海蓝郡项目、长沙海蓝城一期、银川璟玺项目及佛山海蓝城项目；2019 年一季度公司无竣工项目。

表 4：2016~2019.Q1 公司房地产业务运营情况

单位：万平方米

	2016	2017	2018	2019.Q1
开复工面积	174.00	172.60	338.00	318.00
其中：新开工面积	10.30	51.40	252.00	52.00
竣工面积	55.20	82.10	74.00	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末公司在建

项目合计 17 个，在建项目计容建筑面积为 312.31 万平方米，总可售面积为 309.84 万平方米，项目投资总额约 474.38 亿元，已完成投资额 305.84 亿元，未来尚需投入 168.54 亿元，公司在建项目仍面临一定的资本支出压力。

从项目区域分布来看，目前公司房地产在建项目区域主要分布在西安、长沙、重庆、天津和佛山五个城市，其中西安在建项目合计可售面积占当年在建项目总可售面积的 21.95%，为西安海蓝城六期项目、西安枫悦二期项目和西安辰悦项目；长沙地区在建项目为长沙华时代项目、长沙海蓝城一期项目和长沙海蓝郡项目，在建项目可售面积占比约 17.65%；重庆在建项目可售面积占当年在建项目总可售面积的 20.03%，包括重庆春风度一期项目和重庆海蓝城项目；天津地区在建项目为天津保利东郡项目、天津栖塘项目和天津海蓝城项目，在建项目可售面积占比 13.71%；佛山区域为佛山海蓝城项目和佛山美的明湖北湾花园二期项目，在建项目可售面积占比为 12.32%。

表 5：截至 2019 年 3 月末公司在建项目明细

单位：万平方米、亿元

城市	计容建筑面积	计划总投资	累计已投资	项目总可销售面积	累计签约销售面积	累计签约销售金额
西安	66.18	46.44	29.54	68.01	48.91	45.44
长沙	51.84	65.57	31.10	54.70	7.81	16.94
重庆	51.28	56.62	31.88	62.07	10.25	11.63
天津	43.37	56.54	37.02	42.47	8.17	9.38
佛山	38.67	50.32	30.72	38.17	4.75	5.31
北京	32.51	125.17	95.19	18.09	13.96	44.5
广州	15.15	62.72	45.80	13.37	3.14	14.91
银川	13.30	11.01	4.59	12.96	-	-
合计	312.31	474.38	305.84	309.84	96.99	148.11

注：北京石景山项目为公司自持项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

拟建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司拟建项目合计 8 个，分别为涿州海蓝城、银川珑玺、重庆春风度二期、重庆春风度三期、长沙海蓝城二期、重庆市西永组团 K 分区（KB231/07）、重庆市西永组团 K 分区（KB241/05）、长沙华中心南区项目，拟建项目规划计容建筑面积合计为 126.74 万平方米。

跟踪期内，公司加大拿地力度，继续深耕长沙、西安、天津等地，同时新进入银川和涿州，以其目前销售进度，公司储备规模较为充足。

2018 年以来公司积极通过土地公开市场和收并购等方式在天津、重庆、长沙、佛山、银川和涿州等地获取项目。2018 年公司新增土地储备计容建筑面积合计 202.31 万平方米，新增土地购置支出为

94.96 亿元。2019 年一季度公司在重庆新获 2 个地块，规划计容建筑面积合计 20.19 万平方米，土地购置支出 14.20 亿元。

表 6：2016~2019.Q1 公司土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

	2016	2017	2018	2019.Q1
新增项目数	4	5	12	2
新增土地规划建筑面积	84.81	111.82	202.31	20.19
新增土地储备价款	35.90	45.22	94.96	14.20
新增土地平均楼面价	4,232.99	4,044.00	4,693.93	7,033.18

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从土地储备存量来看，截至 2018 年末，公司土地储备³总规模为 412.11 万平方米，其中在建和已竣工项目的待售面积为 284.85 万平方米，拟建可售面积为 127.26 万平方米（权益建筑面积 104.33 万平方米）。同当年房地产项目签约销售规模相比，公司土地储备量较为合理。从区域布局来看，公司土地储备主要分布于重庆、佛山、长沙、天津、西安、银川、涿州、广州和北京，上述城市土地储备面积占比分别为 23.82%、21.61%、18.56%、12.54%、8.63%、6.84%、3.31%、2.84%和 1.86%。

表 7：2018 年末公司土地储备分布情况

单位：万平方米

城市	土地储备面积	占比
重庆	98.15	23.82%
佛山	89.06	21.61%
长沙	76.47	18.56%
天津	51.67	12.54%
西安	35.55	8.63%
银川	28.17	6.84%
涿州	13.64	3.31%
广州	11.72	2.84%
北京	7.68	1.86%
合计	412.11	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司持有物业运营情况良好，持有物业营业收入保持增长，为公司带来了较为稳定的现金流入，但整体对收入利润的贡献较为有限。

公司持有物业主要以住宅配套的商业以及写字楼为主，位于北京、西安、长沙和广州。此外，公司亦持有长沙君悦酒店。2018 年末公司持有物业总可出租面积约为 15.29 万平方米，已出租面积约为 14.73 万平方米，出租率为 96%。

受益于 2018 年单位租金的增长，当年公司持有物业（不含酒店）实现租金收入同比增长 8.06% 至 0.67 亿元；另外长沙君悦酒店实现营业收入（包括客房收入、餐饮收入和其他收入）1.63 亿元，同比大幅增长 246.81%。综合来看，公司持有物业营业收入合计 2.30 亿元，同比增长 111.01%，为公司带来了较为稳定的现金流入。

表 8：截至 2018 年末公司主要持有物业情况

单位：万平方米、万元

项目	持有物业建筑面积	当期租金收入
长沙君悦酒店	68,789.00	16,329.21
长沙华中中心 T1 写字楼	19,984.75	3,308.43
北京铭悦好天地	17,919.01	1,232.13
长沙华中中心飞猫公社	13,493.83	1,023.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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 2016~2018 年审计报告报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

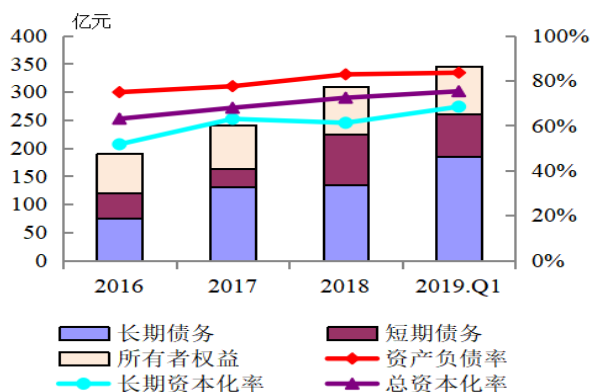
随着在建项目的推进和储备项目的增加，公司资产和负债规模持续增长。截至 2018 年末，公司总资产为 496.65 亿元，同比大幅增长 44.57%。同期末，公司负债总额为 410.94 亿元，同比增长 54.42%，主要系公司对外融资需求加大，应付债券和长期借款增加所致。自有资本方面，2018 年末公司所有者权益合计 85.72 亿元，同比增长 10.72%，主要系利润留存增加所致。

财务杠杆比率方面，2018 年末公司资产负债率

³ 土地储备=竣工未售面积+在建未售面积+拟建可售面积。

为 82.74%，较上年同期上升 5.28 个百分点；净负债率为 214.35%，同比上升 82.43 个百分点，财务杠杆水平保持持续上升态势。另截至 2019 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 518.99 亿元和 433.30 亿元，资产负债率和净负债率进一步上升至 83.49% 和 252.91%。整体来看，公司负债规模增长较快，财务杠杆处于较高水平，同时考虑到公司未来仍有较大规模的项目开发及土地储备支出的资金需求，其后续仍面临一定的资本支出压力。

图 2：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要为流动资产，主要由存货、货币资金及其他应收款构成。存货方面，得益于公司加大项目投入，2018 年末公司存货净额为 318.90 亿元，同比大幅增长 50.30%。货币资金方面，2018 年末公司手持货币资金规模 100.76 亿元，较 2017 年末同比上升 37.84%，主要系公司销售回款及筹资性活动现金流入增加所致；同期末公司受限货币资金规模为 4.48 亿元，较上年末大幅增长 314.81%，主要系合作项目保证金及阶段性按揭贷款保证金增加所致。2018 年末公司其他应收款规模为 22.35 亿元，同比上升 3.50%，主要系对合联营公司的往来款，主要应收对象为佛山市华尚致远房地产开发有限公司、长沙海信广场实业有限公司及华尚宏远（天津）房地产开发有限公司等。

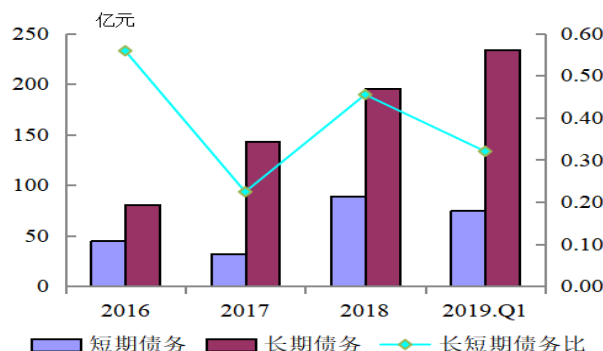
非流动资产方面，公司非流动资产主要由固定资产、其他非流动资产、投资性房地产、可供出售金融资产和长期股权投资构成，2018 年末，公司固定资产为 13.34 亿元，与上年末基本持平，主要为房屋及建筑物。同期末公司其他非流动资产为 8.42 亿元，为公司持有的北京西红世项目，因该项目自

持部分尚处于搁置状态，故计入非流动资产科目。2018 年末公司按成本计量模式的投资性房地产账面价值为 5.54 亿元，主要系公司持有的华远企业中心和君悦酒店等商办类物业。期末公司持有可供出售金融资产 5.26 亿元，同比小幅增长 1.54%，主要为公司持有的股权、基金和资产支持专项计划等金融类产品。长期股权投资方面，2018 年末公司长期股权投资为 3.66 亿元，较 2017 年末大幅增长 88.19%，主要系公司新增对合联营公司佛山市骏隆房地产有限公司、天津泰聚成置业有限公司和佛山市华尚致远房地产开发有限公司的投资所致。

负债构成方面，公司负债主要由预收款项、应付账款和付息债务构成。截至 2018 年末，公司预收款项 71.54 亿元，同比大幅增加 112.48%，占当年营业收入比重为 104.73%，可为未来短期内的经营业绩提供较好的保障。同期末，公司应付账款 23.35 亿元，较上年末小幅增加 1.46%，为应付工程款。

有息债务方面，2018 年末公司总债务规模为 284.49 亿元，同比大幅增长 62.35%；其中，短期债务 88.91 亿元，同比上升 177.42%，主要是 1 年内到期长期借款及应付债券增加所致；长期债务 195.58 亿元，同比增长 36.60%，主要系公司合联营项目增加使得应付关联方往来款（计息）增加所致。受此影响，2018 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.45 倍，较上年末有所上升。另截至 2019 年 3 月末，公司总债务规模进一步上升至 309.13 亿元，其中短期债务小幅降至 74.94 亿元，长期债务增长至 234.20 亿元，长短期债务为 0.32 倍，公司债务期限结构较为合理。

图 3：2016~2019.Q1 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

所有者权益方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益构成。2018 年末公司实收资本与资本公积分别为 23.46 亿元和 12.76 亿元，保持上年水平，盈余公积为 3.56 亿元，较上年末增长 16.19%。得益于利润留存增长，2018 年末公司未分配利润为 38.59 亿元，同比增长 13.72%。同时由于合作项目增加，2018 年末公司少数股东权益为 7.35 亿元，同比大幅增长 74.82%。综上，2018 年末公司所有者权益为 85.72 亿元，同比增长 10.72%。

总体来看，随着公司项目开发持续推进与储备项目的增加，公司资产与债务规模均有所增长，财务杠杆比率亦持续上升，且处于较高水平。未来随着在建、拟建项目推进及新增土地储备需求亦给其带来一定资本支出压力，公司负债水平承压。

流动性

截至 2018 年末，公司流动资产合计为 453.34 亿元，同比增长 44.35%，占总资产的比重为 91.28%。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，2018 年末两项占流动资产的比重为 92.57%，较上年末上升 1.73 个百分点。另截至 2019 年 3 月末，公司流动资产占比进一步增至 91.60%，货币资金与存货占流动资产比重为 92.41%，基本保持稳定。

表 9：2016~2019.Q1 公司流动资产分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
流动资产/总资产	95.53%	91.42%	91.28%	91.60%
存货/流动资产	68.23%	67.56%	70.34%	72.97%
货币资金/流动资产	20.47%	23.28%	22.23%	19.44%
(存货+货币资金)/流动资产	88.70%	90.84%	92.57%	92.41%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2018 年公司存货规模保持增长，年末存货净额为 318.90 亿元，同比增长 50.30%。其中，房地产开发成本 272.24 亿元，同比增长 82.09%，占存货比重 85.37%，较上年同期增加 14.90 个百分点；房地产开发产品 46.64 亿元，同比下降 25.55%，占存货比重亦下降 14.90 个百分点至 14.63%，竣工项目去化情况得以改善，主要系 2017 年竣工的北京西红世项目和北京华中心项目销售情况良好。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 10：2016~2018 年末公司存货分析

单位：亿元

指标	2016	2017	2018
存货	183.12	212.18	318.90
开发成本	139.58	149.51	272.24
开发成本/存货	76.22%	70.47%	85.37%
开发产品	43.53	62.65	46.64
开发产品/存货	23.77%	29.53%	14.63%

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，由于 2018 年公司结算规模有所降低，整体资产周转率明显下降。2018 年公司存货周转率为 0.18 次，总资产周转率为 0.16 次。

表 11：2016~2018 年公司周转率相关指标

指标	2016	2017	2018
存货周转率 (X)	0.34	0.36	0.18
总资产周转率 (X)	0.31	0.24	0.16

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 143.45 亿元，占当期末总资产比例为 28.88%，主要为因抵押贷款而受限的存货，年末账面价值为 131.87 亿元。

现金流方面，2018 年公司销售商品、提供劳务收到现金为 108.99 亿元，同比增长 28.62%，不过当年受项目投入及土地储备增加的影响，公司经营活动净现金流为-31.02 亿元，转为净流出状态，同期经营性净现金流/短期债务为-0.35 倍，经营性净现金流对短期债务覆盖程度不足。

货币资金方面，受益于销售回款及筹资性活动现金流入增加，2018 年末公司的货币资金同比大幅上升 37.84%至 100.76 亿元，同期末货币资金/短期债务为 1.13 倍，货币资金可对短期债务形成覆盖。另 2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为-27.46 亿元，仍为净流出状态，经营活动净现金流/短期债务为-0.37 倍，货币资金/短期债务为 1.23 倍。

表 12：2016~2019.Q1 公司部分流动性指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金（亿元）	54.93	73.10	100.76	92.41
经营活动净现金流（亿元）	21.55	6.84	-31.02	-27.46
经营性净现金流/短期债务（X）	0.48	0.21	-0.35	-0.37
货币资金/短期债务（X）	1.22	2.28	1.13	1.23

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

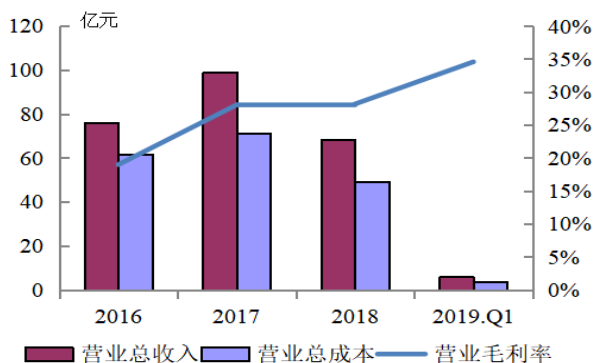
总体来看，随着项目开发投入持续增加，公司存货规模持续上升，存货中开发产品占比下降，存货结构有所改善，同时期末手持货币资金可对短期债务形成一定的保障。但我们也注意到，公司经营活动净现金流转为净流出状态，且资产周转率水平有所下降，部分区域项目去化情况仍值得关注。

盈利能力

2018 年，受项目结算减少所致，当年公司实现营业收入 68.31 亿元，同比下降 31.02%。其中，房地产开发业务收入同比下降 34.27%至 63.59 亿元；受部分租赁物业出售影响，房地产租赁业务收入同比下降 9.37%至 1.23 亿元。此外，2018 年末公司预收款项为 71.54 亿元，同比大幅增加 112.48%，占当年营业收入比重为 104.73%，可为未来短期内的经营业绩提供较好的保障。

营业毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 28.15%，与上年基本持平。受结转项目影响，房地产开发业务毛利率同比小幅下降 1.18 个百分点至 26.41%；房地产租赁业务毛利率同比增长 1.51 个百分点至 40.16%。另 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.83 亿元，营业毛利率为 34.54%。

图 4：2016~2019.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，2018 年公司期间费用整体仍呈现一定增长。其中，销售费用同比增加 64.07%至

3.24 亿元，主要系公司加大销售项目推广力度所致；管理费用为 2.43 亿元，规模保持稳定；财务费用同比大幅下降 124.17%至 -0.14 亿元，系本期在建项目增加，利息费用资本化增加所致。综上，2018 年公司期间费用合计 5.53 亿元，占营业收入比重为 8.10%，较上年上升 3.03 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司期间费用 1.59 亿元，三费收入占比为 27.30%。整体来看，公司期间费用占收入比重逐年上升，期间费用控制能力有待提升。

表 13：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

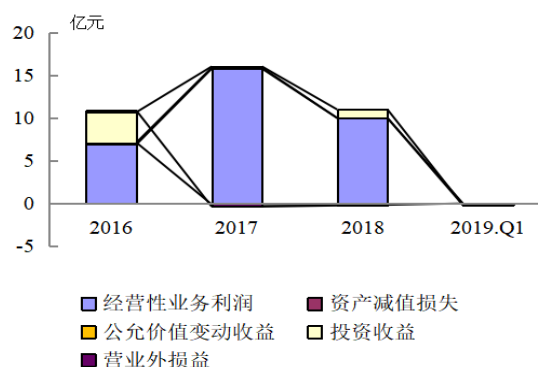
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	2.16	1.97	3.24	1.21
管理费用	1.05	2.49	2.43	0.54
财务费用	-0.09	0.56	-0.14	-0.15
三费合计	3.12	5.02	5.53	1.59
营业总收入	76.08	99.04	68.31	5.83
三费收入占比	4.10%	5.07%	8.10%	27.30%

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，2018 年公司经营性业务利润 9.97 亿元，受房地产开发结转收入下降的影响，同比下降 36.71%；投资收益方面，2018 年公司取得投资收益 1.00 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益。综上，2018 年公司取得利润总额 10.55 亿元，同比下降 34.46%；同期，公司实现净利润 7.35 亿元，同比下降 36.21%；所有者权益收益率为 8.57%，同比下降 6.31 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 -0.16 亿元，净利润为 -0.02 亿元。

图 5：2016~2019.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，由于 2018 年房地产开发项目结算规模下降，公司营业收入和盈利水平亦随之下降，三费收入占比持续上升，期间费用控制能力有待提升。但考虑到公司已售待结算资源规模较大，对公司未来业绩的提升形成了一定的支撑。

偿债能力

从主要偿债指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 11.44 亿元，同比下降 34.94%，主要系当年利润总额减少所致。2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 24.87 倍和 0.96 倍，公司经营所得对本息偿付能力有所弱化。此外，由于 2018 年公司经营活动净现金流呈净流出状态，难以对债务本息形成有效保障。

表 14：2016~2019.Q1 公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	45.07	43.80	88.91	74.94
长期债务（亿元）	80.68	131.43	195.58	234.20
总债务（亿元）	125.75	175.23	284.49	309.13
EBITDA（亿元）	11.03	17.58	11.44	-
经营活动净现金流利息倍数（X）	2.92	0.95	-2.59	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.17	0.04	-0.11	-0.36
总债务/EBITDA（X）	11.40	9.97	24.87	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.49	2.43	0.96	-

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 2019 年 3 月末，公司拥有的银行授信总额为 199.01 亿元，其中未使用授信余额为 57.23 亿元。此外，2018 年公司还通过发行境外美元债进行融资，融资渠道进一步多元化，且融资成本相对较低。同时公司可获得股东方的资金支持，2018 年公司新增股东借款 3.25 亿元。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司为银行向商品房购买人发放的余额为 35.03 亿元抵押贷款提供保证。同期末，公司对外担保金额合计 5.81 亿元，为对控股股东华远集团的连带责任担保。整体来看，公司或有负债风险较低。

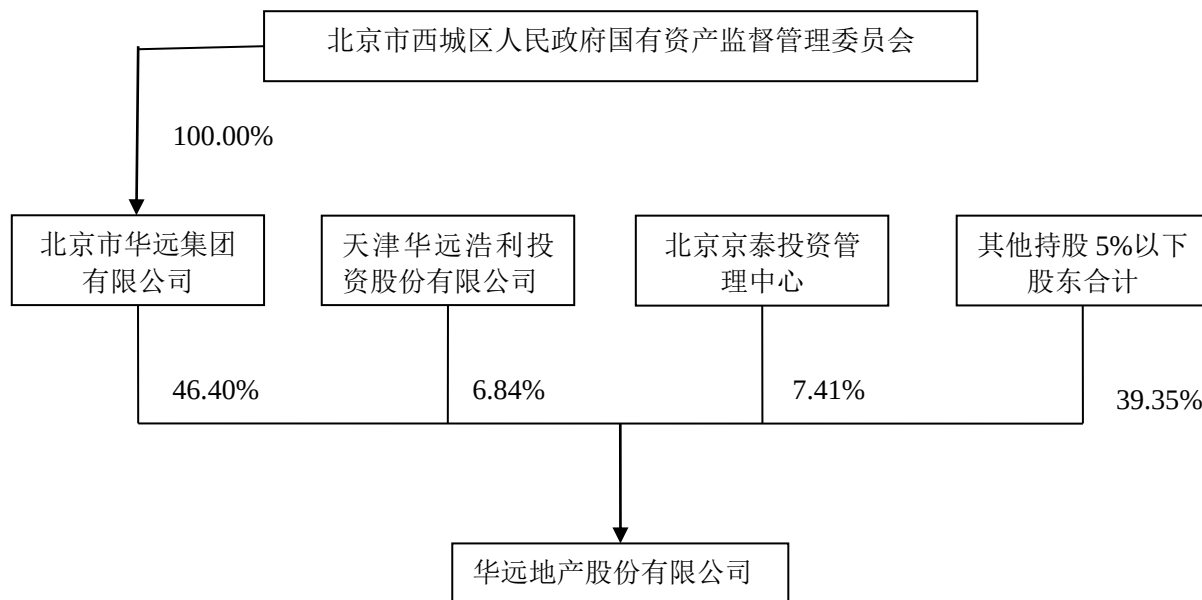
总体而言，2018 年公司财务杠杆水平进一步上升，营业收入及盈利水平均有所下滑，偿债指标表现一般，但公司签约销售金额有较大幅度上涨，待

结算资源可为未来业绩提供一定的保障，同时考虑到公司股东持续有力的支持以及顺畅的融资渠道，中诚信证评认为华远地产仍具备很强的偿债能力。

结 论

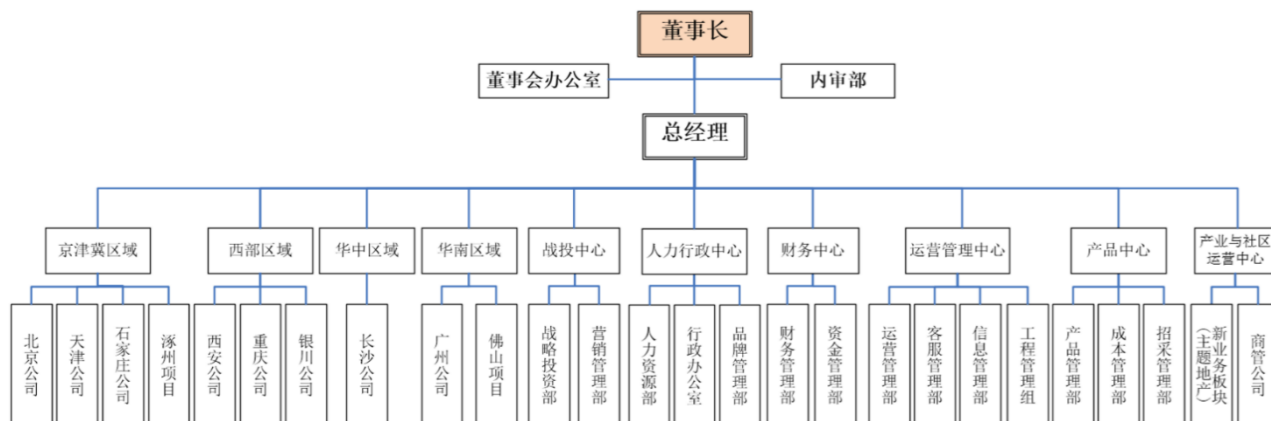
综上，中诚信证评维持华远地产股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望稳定；维持“华远地产股份有限公司 2014 年公司债券”信用级别为 **AA**。

附一：华远地产股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



注：北京市华远集团有限公司与天津华远浩利投资股份有限公司为一致行动人。

附二：华远地产股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	549,341.48	730,978.49	1,007,561.39	924,141.22
应收账款净额	41,723.79	11,463.63	24,715.00	24,668.80
存货净额	1,831,170.96	2,121,769.04	3,188,959.67	3,469,024.29
流动资产	2,683,813.26	3,140,477.63	4,533,426.91	4,754,194.54
长期投资	65,816.78	71,273.84	89,229.04	88,998.69
固定资产合计	33,313.66	190,156.94	217,111.05	217,433.16
总资产	2,809,428.32	3,435,298.96	4,966,545.04	5,189,902.95
短期债务	450,674.86	320,479.78	889,072.25	749,353.11
长期债务	806,787.03	1,431,793.31	1,955,803.23	2,341,963.44
总债务（短期债务+长期债务）	1,257,461.89	1,752,273.09	2,844,875.48	3,091,316.55
总负债	2,101,643.45	2,661,124.28	4,109,394.38	4,332,990.54
所有者权益（含少数股东权益）	707,784.87	774,174.68	857,150.67	856,912.41
营业总收入	760,840.99	990,378.69	683,135.58	58,309.94
三费前利润	100,100.60	207,680.22	154,993.44	15,111.92
投资收益	36,590.76	2,562.68	9,980.75	-74.50
净利润	77,332.20	115,222.63	73,496.38	-238.26
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	110,331.49	175,797.72	114,373.88	-
经营活动产生现金净流量	215,470.93	68,394.97	-310,158.89	-274,605.88
投资活动产生现金净流量	-81,490.89	22,994.94	-36,912.17	-37.23
筹资活动产生现金净流量	226,106.93	90,375.95	590,929.61	194,782.75
现金及现金等价物净增加额	360,112.84	181,765.86	243,858.54	-79,860.36
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	18.96	28.02	28.15	34.54
所有者权益收益率（%）	10.93	14.88	8.57	-0.11
EBITDA/营业总收入（%）	14.50	17.75	16.74	-
速动比率（X）	0.66	0.76	0.49	0.52
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.04	-0.11	-0.36
经营活动净现金/短期债务（X）	0.48	0.21	-0.35	-1.47
经营活动净现金/利息支出（X）	2.92	0.95	-2.59	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.49	2.43	0.96	-
总债务/EBITDA（X）	11.40	9.97	24.87	-
资产负债率（%）	74.81	77.46	82.74	83.49
总资本化比率（%）	63.98	69.36	76.85	78.30
长期资本化比率（%）	53.27	64.91	69.53	73.21
净负债率（%）	100.05	131.92	214.35	252.91

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、2019 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/短期债务已年化处理；

3、华远地产 2016~2018 年末的其他应付款中有息部分已相应调整至长期债务中。

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

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，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。