

华远地产股份有限公司公开发行 2020 年公司债券 (第一期) 信用评级报告

项目负责人：周 鹏 pzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 萱 xyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 3 月 4 日

周 鹏
杨 萱

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]0419D 号

华远地产股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“华远地产股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月四日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
华远地产股份有限公司	14 亿元	3 年	每年付息一次，到期一次还本付息	用于偿还到期和回售公司债券

评级观点：中诚信国际评定华远地产股份有限公司（以下简称“华远地产”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“华远地产股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了较为雄厚的股东背景及持续的股东支持、较高的品牌影响力、待结算资源丰富、土地储备较为充足和融资渠道畅通、备用流动性较为充足等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业调控政策持续、债务规模增速较快、财务杠杆水平较高以及面临一定的资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

华远地产	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	280.94	343.53	496.65	591.38
所有者权益合计（亿元）	70.78	77.42	85.72	88.22
总负债（亿元）	210.16	266.11	410.94	503.16
总债务（亿元）	125.75	175.23	284.49	323.63
营业总收入（亿元）	76.08	99.04	68.31	31.59
净利润（亿元）	7.73	11.52	7.35	2.73
EBIT（亿元）	10.82	17.28	10.99	4.05
EBITDA（亿元）	11.03	17.58	11.44	4.50
经营活动净现金流（亿元）	21.55	6.84	-31.02	-39.63
营业毛利率（%）	18.96	28.02	28.15	33.63
总资产收益率（%）	4.36	5.54	2.62	-
资产负债率（%）	74.81	77.46	82.74	85.08
总资本化比率（%）	63.98	69.36	76.85	78.58
总债务/EBITDA（X）	11.40	9.97	24.87	95.80
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.49	2.43	0.96	0.37

注：1、所有者权益包含少数股东权益；
2、2019 年三季度数据未经审计；
3、2019 年三季度总资产收益率和总债务/EBITDA 指标已经年化处理；
4、华远地产 2016~2019 年 9 月末中其他应付款中有息部分已相应调整至长期债务中。

正 面

■ **较为雄厚的股东背景及持续的股东支持。**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”），实际控制人是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”），股东背景较为雄厚。公司作为西城区国资委旗下主要房地产业务运营主体之一，近年来持续在业务资源、资金周转及融资担保等方面得到华远集团的支持。

■ **较高的品牌影响力。**华远地产作为国内最早从事房地产开发的企业之一，在北京、长沙、西安等地形成了“华远”品牌，积累了丰富的项目开发经验及良好的市场声誉。

■ 同行业比较

2018 年部分房地产企业主要指标对比表					
公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	资产总额（亿元）	净负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润率（%）
中华企业	138.41	509.15	-0.85	67.73	16.86
上实发展	52.50	374.32	76.28	86.64	10.67
天恒置业	172.01	703.39	213.70	75.40	4.44
华远地产	120.45	496.65	214.35	68.31	10.76

注：“中华企业”为“中华企业股份有限公司”简称；“上实发展”为“上海实业发展股份有限公司”简称；“天恒置业”为“北京天恒置业集团有限公司”简称。
资料来源：中诚信国际整理

■ **待结算资源较为丰富，土地储备较为充足。**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。此外，截至 2019 年 9 月末，公司土地储备面积为 432.07 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 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，并拥有一定银行授信额度，备用流动性较为充足。

关 注

■ **房地产调控政策持续且行业竞争加剧。**在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **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。2016~2019 年 9 月末，公司总债务规模分别为 125.75 亿元、175.23 亿元、284.49 亿元和 323.63 亿元，净负债率分别为 100.05%、131.92%、214.35%和 285.72%，均保持较快增长。

■ **资本支出压力。**截至 2019 年 9 月末，公司在建项目预计总投资金额为 565.31 亿元，累计已投资 379.72 亿元，尚需投入 185.59 亿元。同时考虑到公司仍有较大规模的拟建项目以及土地支出计划的持续推进，其或将面临一定的资本支出压力。

评级展望

中诚信国际认为，华远地产股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**签约销售规模大幅增长、资本实力显著增强、杠杆比例明显下降、盈利大幅增加且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**股东支持力度减弱、杠杆比例进一步大幅增长、现金流平衡能力大幅弱化。

发行主体概况

华远地产股份有限公司（以下简称“华远地产”或“公司”）前身为湖北幸福（集团）实业股份有限公司（本节简称“幸福实业”）。1996年8月5日，经《省政府关于设立湖北幸福（集团）实业股份有限公司的批复》（鄂政函[1996]85号）批准，幸福集团公司、深圳中农信投资实业公司、湖北省国际信托投资公司、湖北环保（集团）股份有限公司及湖北省潜江市制药厂作为发起人，以社会募集方式设立幸福实业。1996年9月，幸福实业向社会公开发行人民币普通股2,000万股（其中200万股向职工配售），并于上海证券交易所挂牌交易，股票代码为600743。2008年2月，幸福实业经中国证监会“证监许可（2008）120号”批准，发行653,009,126股人民币普通股换股吸收合并北京市华远地产股份有限公司（以下简称“原北京华远”），并于2008年5月办理了工商变更登记，原北京华远于2008年6月注销工商登记。2008年10月，经湖北省潜江市工商局核准，幸福实业更名为“华远地产股份有限公司”。2009年3月，经上交所核准，股票简称由“ST幸福”变更为“华远地产”，股票代码不变。截至2019年9月末，华远地产注册资本23.46亿元，控股股东为北京华远集团有限公司（以下简称“华远集团”），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%¹，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”）。

公司主要从事房地产开发业务，具有房地产开发一级资质，业务布局涉及北京、长沙、西安、天津、重庆、广州、佛山等城市。

截至2018年末，公司资产总额496.65亿元，所有者权益85.72亿元，资产负债率为82.74%。2018年公司实现营业总收入68.31亿元，净利润7.35亿元，经营活动净现金流为-31.02亿元。

另截至2019年9月末，公司资产总额591.38亿元，所有者权益88.22亿元，资产负债率85.08%。

2019年1~9月，公司实现营业总收入31.59亿元，净利润2.73亿元，经营性活动净现金流为-39.63亿元。

本期债券概况

表1：本期债券概况

债券概况	
债券名称	华远地产股份有限公司公开发行2020年公司债券（第一期）
发行规模	14亿元
债券期限	3年
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付
募集资金用途	公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还到期和回售公司债券

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

行业分析

房地产行业概况

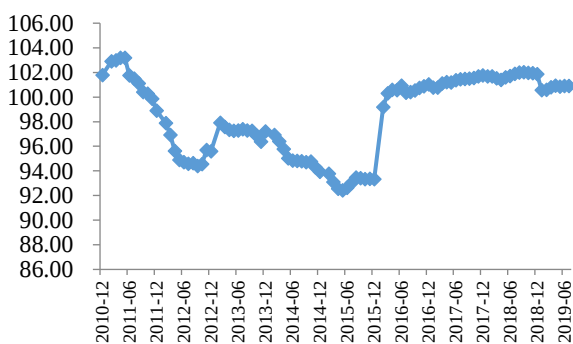
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于2007年11月达到历史顶点106.59点。此后，受2008年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有

总股本为13.00%。

¹ 截至2019年9月末，华远集团所持有的公司股份3.05亿股处于质押状态，占其所持有公司股份的28.02%，占公司

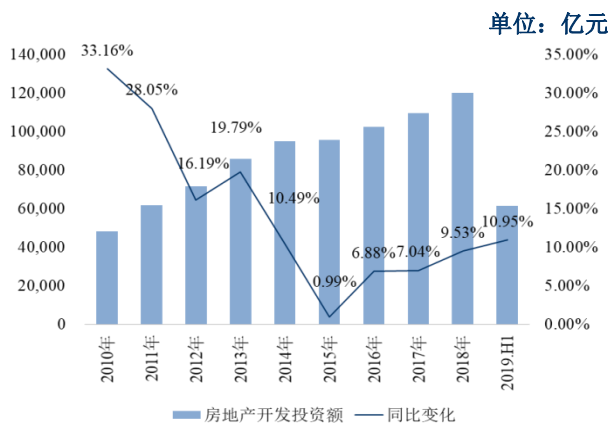
所上升。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入 2018 年，各线城市调控政策持续高压，1~4 月国房景气度持续回落，但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9 月期间国房景气度有所回升，9 月份上涨至 102.01 点。9~12 月，国房景气指数小幅回落，12 月为 101.85 点，比 9 月份下降 0.16 点。2019 年 1 月国房指数降至 100.57 点，2~6 月小幅波动上升，于 6 月达到 100.90 点。

图 1：2011~2019.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 2：2010~2019.H1 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016 年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同

比增长 7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年全国房地产开发投资较上年同期增长 9.53%至 120,264 亿元，增速较上年同期上升 2.49 个百分点。2019 年 1~6 月全国房地产开发投资较上年同期增长 10.9%至 61,609 亿元，增速较上年同期上升 1.2 个百分点。房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018 年房地产开发企业到位资金分别为 144,214 亿元、156,053 亿元和 165,963 亿元，年均复合增长率 7.3%；同期增速分别为 15.2%、8.2%和 6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为 49,133 亿元、50,872 亿元和 55,831 亿元，占比分别为 34.1%、32.6%和 33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018 年房企资金来源中定金及预收款规模为 41,952 亿元、48,694 亿元和 55,418 亿元，占比从 2016 年的 29.1%上升至 2018 年的 33.4%；同期国内贷款分别为 21,512 亿元、25,242 亿元和 24,005 亿元，个人按揭贷款分别为 24,403 亿元、23,906 亿元和 23,706 亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018 年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降 4.9%和 0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。2019 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 84,966 亿元，较上年同期增长 7.2%，增速提高 2.6 个百分点。其中，自筹资金和定金及预收款同比分别增长 4.7%和 9.0%至 26,731 亿元和 28,465 亿元，增速有所放缓，占比分别为 31.5%和 33.5%；国内贷款和个人按揭贷款分别为 13,330 亿元和 12,806 亿元，同比分别增长 8.4%和 11.1%。

表 2：2016~2019.H1 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%				
指标	2016	2017	2018	2019.H1
资金来源合计	144,214	156,053	165,963	84,966
同比增长	15.2	8.2	6.4	7.2
其中：				
自筹资金	49,133	50,872	55,831	26,731
占比	34.1	32.6	33.6	31.5
同比增长	0.2	3.5	9.7	4.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005	13,330

占比	14.9	16.2	14.5	15.7
同比增长	6.4	17.3	-4.9	8.4
利用外资	140	168	108	43
占比	0.1	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8	51.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418	28,465
占比	29.1	31.2	33.4	33.5
同比增长	29.0	16.1	13.8	9.0
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706	12,806
占比	16.9	15.3	14.3	15.1
同比增长	46.5	-2.0	-0.8	11.1

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增长态势。具体来看，2016年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米，同比上升8.1%。2017年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米，增速较上年回落1.1个百分点至7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为9,246万平方米，同比下降3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018年商品房新开工面积完成209,342万平方米，同比增长17.2%，增速比2017年提高10.2个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长307.6%至37,688万平方米。2019年上半年房地产开发企业房屋新开工面积为105,509万平方米，较上年同期增长10.12%，新开工面积量处于较高水平但增速有所回落；从新开工面积与销售面积的差额来看，2019年1~6月，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长59.17%至29,723万平方米。

图3：2010~2019.H1 商品房新开工与销售面积差额

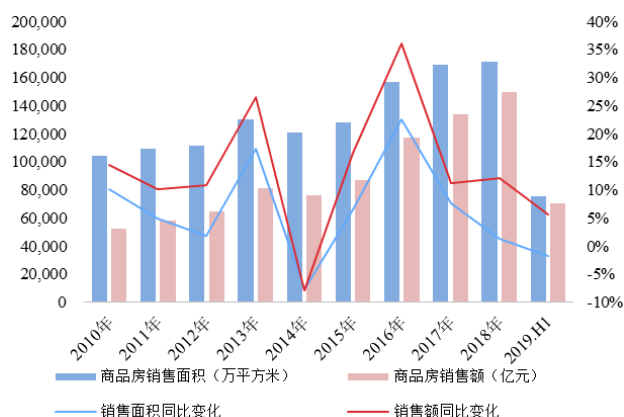
单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从销售情况看，2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当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，分别同比增长22.5%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.7%和13.7%。2018年，全国商品房销售面积和销售额分别为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1.47个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018年住宅销售面积同比增长2.2%，销售额同比增长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%。2019年1~6月，全国商品房销售面积和销售额分别为75,786万平方米和70,698亿元，同比分别下降1.8%和增长5.6%，销售额增速同比下降7.6个百分点，随着“因城施策”贯彻落实，房地产销售显著降温。

图 4：2010~2019.H1 商品房销售情况



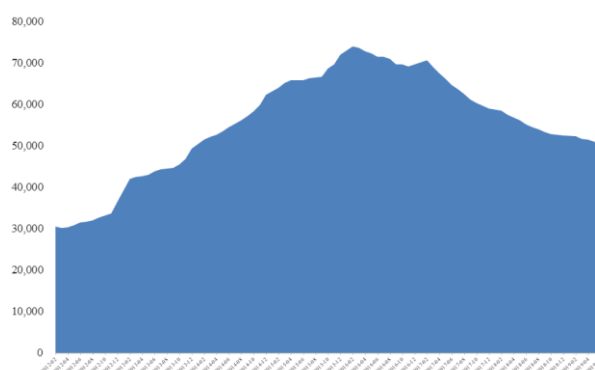
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从不同区域的销售情况来看，2018 年东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018 年，东部地区商品房销售额 79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。2019 年 1~6 月，东部地区实现商品房销售额 37,716 亿元，同比增长 4.7%；中部地区商品房销售额 15,353 亿元，同比增长 6.1%；西部地区商品房销售额 15,178 亿元，同比增长 8.4%；东北地区商品房销售额 2,451 亿元，同比增长 0.9%，各区域销售额增速均呈回落趋势。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，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²。2019 年 1~6 月全国 100 个城市住宅均价持续呈现逐月增长的态势，2019 年 6

月全国 100 个城市住宅均价为 14,891 元/平方米，较年初小幅增长 1.45%；其中，一线城市住宅均价 41,486 元/平方米，较年初小幅增长 0.29%；二线城市住宅均价 13,859 元/平方米，较年初增长 2.04%；三线城市住宅均价 9,279 元/平方米，较年初增长 2.40%。总体来看，受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降。

图 5：2012~2019.H1 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月。截至 2019 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 50,162 万平方米，较上年末减少 2,252 万平方米。从去化周期来看，以 2019 年 1~6 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房

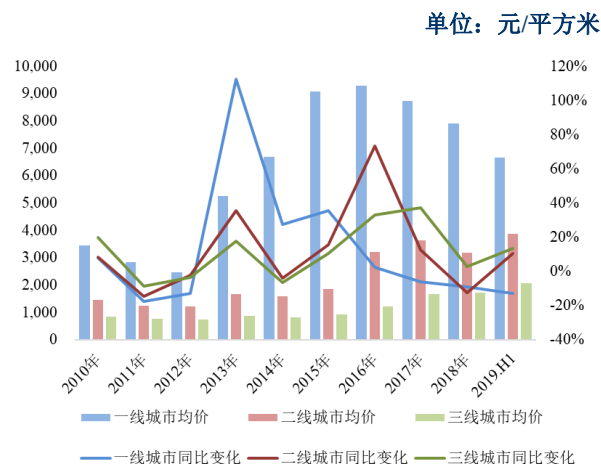
² 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

去化周期为 3.97 个月，受房地产销售景气度下降影响，库存商品房去化周期有所上升。

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，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元和 13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。2019 年 1~6 月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为 8,035 万平方米和 3,811 亿元，分别同比下降 27.5%和 27.6%；同期土地购置成本为 4,743.00 元/平方米，同比下降 0.14%，2019 年以来房企拿地投资意愿降低，土地投资整体较为低迷。从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%，2019 年上半年，一线城市土地成交均价持续下降至 6,661.95 元/平方米，而溢价率则回升至 11.79%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67%至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。2019 年上半年，二线城市土地成交楼面均价为 3,874.71 元/平方米，同比增长 18.47%，溢价率为 18.92%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年

土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。2019 年上半年三线城市土地成交楼面均价为 2,073.46 元/平方米，同比增长 13.46%，平均溢价率增长至 19.56%。

图 6：2010~2019.H1 各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 数据，中诚信国际整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，房企拿地更趋理性。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监

督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015年以来，“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。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。2016年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016年8月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等21个城市相继出台了限购限贷政策。

2017年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至2017年末，共有46城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州7城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

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，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有50余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018年6月，北京、上海等30个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。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，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等12个城市作为住房租赁首批试点。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、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年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，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年4月，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》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年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。

2019年上半年，房地产市场整体的政策基调仍为坚持“房住不炒”，4月中央政治局会议再次强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”。同期住建部明确将房地产长效机制考核目标落实到年度、季度甚至月度，并对一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。

5月，住建部又对近3个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁4个城市进行了预警提示。7月中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，定调下半年房地产调控政策。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调

控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表3：2018年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等30个城市	北京、上海等30个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布20家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	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。
2019.02-05	中国人民银行	加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制；坚持房地产金融政策的连续性、稳定性。
2019.02-05	银保监会	继续紧盯房地产金融风险，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准；对投机性房地产贷款严格控制，防止资金通过影子银行渠道进入房地产市场，房地产金融仍是防范风险的重点领域；继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长；严查房地产违规。
2019.03	两会政府工作报告	落实地方主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系；推进保障性住房建设和城镇棚户区改造。
2019.04	中央政治局会议	坚持房住不炒定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任长效调控机制。
2019.07	中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

从内部流动性来源来看，2016年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016~2018年，全国商品房销售金额为117,627.05亿元、133,701.31亿元和149,973.00亿元，同比增速为34.77%、13.67%和12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为99,064.17亿元、110,239.51亿元和126,393.00亿元，同比增速为36.13%、11.28%和14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的39.28%上升为46.01%，金额为66,355.08亿元，同比增长34.92%，较上年同期增速上升22.89个百分点。但受2017年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为72,600亿元，同比增长9.41%，增速同比下降25.51个百分点；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8.99%，增速同比下降0.43个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，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。2016年和2017年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为18,158亿元和20,485亿元，分别同比上升4.3%和12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为3,354亿元和4,756亿元，同比分别增长19.84%和

41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为19,025.96亿元，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4.67%，增速大幅下滑。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、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。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。2019年以来融资渠道进一步收紧，2019年5月银保监会发布《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号）对银行、保险、信托、金融租赁公司、财务公司等银保监回辖内机构逐一点名，将房地产融资业务监管作为工作重点之一。2019年7月国家发改委发布《对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》对房企海外发债用途进行限制，仅能用于偿还一年内到期的海外债，同时加强了信息披露要求。与此同时，央行表示加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。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。

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。

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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，房企规模分化格局持续加大。2018年TOP100房企权益销售金额占全国销售额比重较上年上升7.60个百分点至53.70%；TOP50房企权益销售金额占比较上年上升

6.10 个百分点至 43.40%；TOP20 房企权益销售额占达到 29.40%，较上年提升 3.30 个百分点；TOP10 房企权益销售金额占全国销售金额的比重为 21.30%，较上年上升 1.80 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。2019 年 1~6 月，TOP100 房企权益销售额集中度较上年末上升 0.8 个百分点至 54.50%。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。

表 4：2017~2019.H1 国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019.H1
TOP3	9.40%	9.80%	10.50%
TOP10	19.50%	21.30%	22.70%
TOP20	26.10%	29.40%	31.20%
TOP50	37.30%	43.40%	45.00%
TOP100	46.10%	53.70%	54.50%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

竞争优势

较为雄厚的股东背景及较强的股东支持

公司控股股东为华远集团，截至 2019 年 9 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国资委。

华远集团成立于 1983 年 11 月，前身为北京市华远经济建设开发总公司，是经西城区人民政府批准设立的主要承担城市改造建设经营任务的全民所有制企业；2009 年 8 月，经西城区国有资产监督管理委员会批准依公司法改制为国有独资公司，更名为北京市华远集团有限公司。华远集团作为国有投资控股企业，主要承担管理和投资职能，历经多年经营发展，形成了以房地产开发为主营、多产业（金融、科技、物业管理、国际旅游等）协同发展的企业集团，实力很强。

公司作为北京市西城区国资委旗下主要的房地产业务开发运营主体之一，近年来持续在项目资源、股东借款及融资担保等方面得到华远集团的支持。周转资金方面，2016~2018 年末及 2019 年 6 月

末，华远集团为公司提供股东借款余额分别为 5.11 亿元、11.75 亿元、15.00 亿元和 11 亿元，为其房地产业务的发展提供了一定资金支持。另根据《关于 2019 年华远集团向公司提供周转资金的关联交易》，华远集团及其控股的关联公司，2019 年度将向公司提供不超过 50 亿元的资金周转额度，在公司及公司控股子公司需要之时，提供相应的周转资金。融资担保方面，根据《关于 2019 年华远集团为公司提供融资担保的关联交易》，2019 年度华远集团将为公司（含控股子公司）提供总额不超过 50 亿元的融资担保（包括银行贷款担保和其他对外融资担保），为其融资及流动性提供了较强的支持。截至 2019 年 6 月末，华远集团为公司（包括华远地产控股子公司）提供融资担保共计 7.36 亿元。

较高的品牌影响力，丰富的项目运作经验

华远地产于八十年代初进入房地产行业，是国内最早从事房地产开发的企业之一，在多年的经营中逐渐在北京房地产市场形成了“华远”品牌。自成立以来，华远地产将坚持以“房地产开发及经营管理”为主业，旗下产品涉及普通住宅、保障性住房、高级公寓、别墅、商务公寓、写字楼、酒店、购物广场等多种业态，具有很强的综合开发实力。同时，华远地产陆续在北京成功开发“海润国际公寓”、“尚都国际中心”、“盈都大厦”、“静林湾”、“华远企业中心”、“华远首府”、“昆仑公寓”、“裘马都”、“九都汇”等多个高品质项目，并在长沙、青岛、西安开发了“青岛汤米公馆”、“西安君城”、“西安海蓝城”、“长沙·华中心”等项目，累积了丰富的项目开发经验及良好的市场声誉。

业务运营

公司主要从事房地产开发业务，2016~2018 年实现营业收入分别为 76.08 亿元、99.04 亿元和 68.31 亿元，其中 2018 年公司营业收入同比下降 31.02%，主要系房地产业务结算规模下降所致。从收入构成来看，房地产业务在公司整体业务中占有绝对比重，2016~2018 年公司房地产业务收入分别为 75.95 亿元、98.12 亿元和 64.83 亿元，占营业收入的比重分别为 99.83%、99.07%和 94.91%；2017~2018 年，

公司分别实现酒店业务收入 0.47 亿元和 1.91 亿元，其中 2018 年公司酒店业务收入同比大幅增长 305.17%，主要收入来源为长沙君悦酒店。另 2019

年 1~9 月，公司营业收入为 31.59 亿元，同比增长 3.14%，其中房地产业务实现业务收入 28.29 亿元，占营业收入比重为 89.56%。

表 5：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2016			2017			2018			2019.Q3		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产	75.95	99.83	18.81	98.12	99.07	27.74	64.83	94.91	26.67	28.29	89.56	32.80
酒店	-	-	-	0.47	0.47	22.35	1.91	2.80	30.81	1.08	3.41	19.64
其他	0.14	0.17	99.88	0.45	0.45	-	3.28	4.80	-	2.22	7.03	66.93
合计	76.08	100.00	18.96	99.04	100.00	28.02	68.31	100.00	28.15	31.59	100.00	33.63

注：公司房地产业务收入除房地产销售收入外，还包括部分写字楼及商业的租金收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产开发

公司拥有房地产开发一级资质，业态涵盖住宅、写字楼、商业和酒店等多种物业类型。近年来公司积极开拓房地产业务布局，先后进入天津、重庆、长沙、佛山、银川、涿州等城市，形成以北京为核心，辐射京津冀、中部、西部、华南四大区域的城市战略布局。

项目运作方面，近年来公司秉承着“规模与效益并举”的发展方针，不断加大项目开发力度，新开工面积持续快速上升，2016~2018 年公司新开工面积分别为 10.30 万平方米，51.40 万平方米和 252.00 万平方米，竣工面积分别为 55.20 万平方米，82.10 万平方米和 74.00 万平方米。其中，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。另 2019 年前三季度公司实现开复工面积 420.60 万平方米，同比增长 60.50%，其中新开工面积 156.60 万平方米，竣工面积 7.60 万平方米。

表 6：2016~2019.Q3 公司房地产业务运营情况

单位：万平方米

	2016	2017	2018	2019.Q3
开复工面积	174.00	172.60	338.00	420.60
其中：新开工面积	10.30	51.40	252.00	156.60
竣工面积	55.20	82.10	74.00	7.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售情况来看，近年来受房地产行业环境和房地产政策调整的影响，公司相应地调整销售进度，2016~2018 年分别实现合同销售面积 70.80 万

平方米、66.70 万平方米和 95.39 万平方米，实现合同销售金额分别为 107.80 亿元、77.20 亿元和 120.45 亿元。其中，2017 年公司签约销售金额和销售面积有所下降，主要系当年全国局部核心城市政策全面收紧，公司在销售重点城市采取压节奏保利润的策略，销售进度放缓；2018 年公司签约销售金额和销售面积分别大幅增长 56.02%和 43.01%，主要系公司加快长沙和天津项目供货节奏所致。销售均价方面，2016~2018 年，公司销售均价分别为 15,225.99 元/平方米、11,574.21 元/平方米和 12,627.11 元/平方米，呈现一定的波动，主要系销售区域调整所致。另 2019 年前三季度，公司签约销售金额同比增长 2.39%至 92.66 亿元，签约销售面积同比增长 6.51%至 72.32 万平方米，签约销售均价为 12,811.89 元/平方米。

表 7：2016~2019.Q3 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.Q3
签约面积	70.80	66.70	95.39	72.32
签约金额	107.80	77.20	120.45	92.66
销售均价	15,225.99	11,574.21	12,627.11	12,811.89
结算面积	63.33	70.67	65.58	19.76
结算金额	74.72	96.76	59.62	28.29
结算均价	11,798.52	13,691.81	9,091.19	14,316.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域来看，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%，为签约销售贡献前四大城市；2017 年，公司在北京、西安、长沙和天津签

约销售额占比分别为 16.34%、43.14%、18.84%和 2.64%，北京、天津区域销售收入占比较上年同期大幅下降，西安、长沙区域均有所上升。2018 年公司在西安、长沙、广州和北京分别实现销售金额 44.87 亿元、32.25 亿元、12.43 亿元和 10.79 亿元，占比分别为 37.25%、26.77%、10.32%和 8.96%。综合来看，近年来西安和长沙为公司前两大销售城市。

表 8：2018 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%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，受房地产项目开发进度及结算区域调整影响，近三年公司结算面积、结算金额和结算均价均呈现波动态势。2016~2018 年公司分别实现结算面积 63.33 万平方米、70.67 万平方米和 65.58 万平方米；结算金额分别为 74.72 亿元、96.76 亿元和 59.62 亿元；结算均价分别为 11,798.52 元/平方米、13,691.81 元/平方米和 9,091.19 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%。

在建项目方面，截至 2019 年 9 月末，公司在建项目合计 21 个，在建项目合计总建筑面积为 492.53 万平方米，项目投资总额约 565.31 亿元，已完成投资额 379.72 亿元，未来尚需投入 185.59 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，截至 2019 年 9 月末，公司房地产在建项目区域主要分布在重庆、西安、长沙、天津和佛山五个城市，其中重庆在建项目可售面积占当年在建项目总可售面积的 19.52%，包括重庆春风度一期项目、重庆海蓝城项目和重庆海蓝和光一期项目；西安在建项目合计可售面积占期末在建项目总可售面积的 18.53%，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 14.90%；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 11.57%；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 10.40%。

表 9：截至 2019 年 9 月末公司在建项目明细

单位：万平方米、亿元

城市	总建筑面积	计划总投资	累计已投资	项目总可售面积	累计签约销售面积	累计签约销售金额	剩余可售面积
西安	82.66	46.44	32.16	68.01	51.63	47.49	16.38
重庆	78.38	85.72	52.41	71.66	15.26	17.67	56.40
长沙	68.13	66.2	34.97	54.70	17.83	30.58	36.87
天津	53.87	56.54	38.87	42.47	6.38	17.74	36.09
佛山	53.24	50.32	35.5	38.17	5.21	14.52	32.96
北京	52.02	125.17	99.24	18.09	14.92	49.14	3.17
银川	35.76	25.25	12.39	27.85	7.50	6.37	20.35
石家庄	24.72	19.58	7.74	19.10	1.11	1.38	17.99
广州	22.54	62.72	51.55	13.37	4.76	23.62	8.61
涿州	21.22	27.37	14.89	13.64	0.52	0.84	13.12
合计	492.53	565.31	379.72	367.06	125.12	209.35	241.94

注：北京石景山项目为公司自持项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2019 年 9 月末，公司拟建项目合计 7 个，分别为石家庄昆仑赋项目、银川长河湾项目、重庆春风度二期、三期项目、重庆海蓝和光二期项目、长沙海蓝城二期项目以及长沙华中心南区项目，拟建项目总建筑面积合计为 213.33 万平方米。

土地储备

近年来，公司土地储备策略有所改变，2016~2017 年公司保持审慎的土地拓展态度，2018 年则加大了拿地力度。

具体来看，2016 年公司新增 4 个土地储备项目，新增土地规划建筑面积 84.81 万平方米，位于长沙、西安和天津。2017 年公司新增 5 个土地储备项目，新增土地规划建筑面积 111.82 万平方米，位于天津、西安、重庆和佛山。2018 年以来公司加大项目获取力度，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规划建筑面积合计 202.31 万平方米，新增土地购置支出为 94.96 亿元，新增土地楼面均价亦增长至 4,693.93 元/平方米。2019 年以来，随着西安、长沙等城市房地产市场竞争加剧，公司新增土地储备布局开始向重庆、石家庄等城市转移。2019 年前三季度，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，新增土地平均楼面均价 7,033.18 元/平方米；在石家庄新获 1 个地块，规划计容建筑面积约为 39.68 万平方米，其中 2.20 万平方米为自持商品住宅，土地购置支出 33.77 亿元，新增土地楼面均价 8,510.85 元/平方米。

表 10：2016~2019.Q3 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.Q3
新增项目数	4	5	12	3
新增土地规划建筑面积	84.81	111.82	202.31	59.87
新增土地储备价款	35.90	45.22	94.96	47.97

新增土地平均楼面价	4,232.99	4,044.00	4,693.93	8,012.47
-----------	----------	----------	----------	----------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从土地储备存量来看，截至 2019 年 9 月末，公司土地储备³总规模为 432.07 万平方米，其中在建和已竣工项目的待售面积为 273.51 万平方米，拟建项目可售面积为 158.56 万平方米。同当期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、长沙、石家庄、银川和西安，前五大城市土地储备面积占比合计为 78.11%。

表 11：2019 年 9 月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	107.44	24.87%
长沙	79.64	18.43%
石家庄	57.67	13.35%
银川	53.56	12.40%
西安	39.16	9.06%
天津	36.52	8.45%
佛山	32.96	7.63%
涿州	13.12	3.04%
广州	8.61	1.99%
北京	3.39	0.78%
合计	432.07	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物业租赁及酒店运营

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。2016~2018 年，公司分别实现租赁业务收入 0.57 亿元、1.09 亿元和 2.30 亿元。其中，受益于公司所持有长沙君悦酒店于 2017 年开业，随着其逐步投入运营，2017~2018 年分别实现营业收入（包括客房收入、餐饮收入和其他收入）0.47 亿元和 1.63 亿元，公司租赁业务收入显著增长。

另截至 2019 年 9 月末，公司持有物业（含酒店）总可出租面积约为 15.06 万平方米，已出租面积约为 14.67 万平方米，出租率为 97.41%，2019 年 1~9 月实现租赁业务收入 1.63 亿元。总体看，公司

³ 土地储备=竣工未售面积+在建未售面积+拟建可售面积。

持有型物业及酒店运营营业收入规模较小，在公司总收入中占比也较低，但具有一定的稳定性，是公司稳定的现金流来源之一。

表 12：截至 2019 年 9 月末公司主要持有物业情况

项目	持有物业建筑面积	单位：平方米、万元	
		2018 年租金收入	2019 年 1~9 月租金收入
长沙君悦酒店	68,789.00	16,329.21	11,843.63
长沙华中心 T1 写字楼	19,984.75	3,308.43	2,266.58
北京铭悦好天地	17,919.01	1,232.13	1,051.44
长沙华中心飞猫公社	13,493.83	1,023.76	211.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，近年来公司房地产开发规模持续增加，经营业绩呈上升趋势，项目区域布局亦不断优化。但我们也注意到，公司开发规模的增加以及较大规模的在、拟建项目投入，对其资金运作能力提出了更高的要求，亦加大了其资本支出压力。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关法律、法规及中国证监会、上海证券交易所的有关规定，建立了较为完善的法人治理结构，并制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等为主要架构的规章制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责制衡机制。

公司三会设置健全，明确了决策、执行及监督层的职能分工及内部协调、制衡机制，建立了较为规范的法人治理结构。具体来看，公司股东大会享有法律法规和公司章程规定的合法权利，是公司的最高权力机构。董事会是公司的经营决策机构，对股东大会负责，按相关规定行使职权。董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 名。董事会内部按照功能分别设立了审计委员会、提名与薪酬委员会、战略与投资委员会，并制定了相关的工作细则，以规范

董事会各专业委员会的工作流程，并在各专业委员会的工作中得以遵照执行，以进一步完善公司治理结构，促进董事会科学、高效决策。董事会下设董事会秘书，负责处理董事会日常事务。监事会是公司的监督机构，检查公司财务并对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。监事会由 5 名监事组成，包括股东代表和两名职工代表，设监事会主席 1 人。监事会检查公司财务并对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。高级管理人员由董事会聘任。总经理全面负责公司经营管理活动并对董事会负责，组织实施董事会决议，公司年度经营计划和投资方案，拟定内部管理机构设置方案及基本管理制度等。

内部控制

在内部控制方面，公司在财务管理、资金管理、运营管理、产品品质管理以及工程质量管理等方面建立了一系列的规章制度。

财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，按照《会计法》、《企业会计准则》等有关规定，结合公司实际情况制定了《财务管理制度》、《会计核算制度》、《总部对城市公司财务管理规定》等基本管理制度，并在此基础上制定了具体的管理办法，规范了财务核算流程。明确各机构和岗位的职责权限，确保各不相容职位分离、职责分离、钱账分离、账物分离，形成相互制衡机制，保证相关控制的有效执行。公司总部财务管理部持续优化内部工作流程，规范财务管理。联合资金管理部继续对各城市公司进行财务巡检，对各财务部门进行实地指导，加强会计规范、提高会计信息质量。

在资金管理方面，在国家相关法规及公司有关规章制度的框架下，制定了《资金管理制度》等基本管理制度及具体管理办法，在资金管理体系、岗位设置与职责分离、资金调配、资金收付、投融资、按揭担保、现金及银行账户管理、备用金管理、资金计划申报与执行等各方面明确了相应规范和要求，以反映和监督资金活动全过程，从而保障公司

资金需求与使用，实现内部资金高度融通，提高资金使用效益，保证资金安全，控制财务风险。

在运营管理方面，公司不断完善并修订《公司组织管理手册》、《授权手册》及业务流程体系文件，提高了授权文件使用效率，进一步加强了总部各业务体系的专业指导与协调作用。修订后的业务流程体系文件共 15 大类，68 个文件，包括 20 个流程和 48 个作业指引。业务范围涉及研发论证及投资决策类、运营管理类、营销管理类、成本管理类、采购管理类、客服管理类、资产管理类、商业管理类、风控管理类、财务资金管理类、内控审计类等各个业务领域。涵盖了战略规划、项目论证、定位策划、规划设计、施工建设、营销售后、物业管理各阶段，保证了项目开发建设全过程业务工作均处于受控状态。

在产品品质管理及工程质量管理方面，2018 年，公司完成集团级、区域级设计合作供方库建立，形成跨区域资源共享，完成华远地产产品线搭建，形成《华远地产产品线技术手册》6 册，用于指导住宅项目设计及开发的技术标准、设计原则、成本限额、标准模块等信息，提升项目定位决策效率；形成《华远地产住宅产品线读本》4 册，作为技术手册的补充，从客户描摹及需求出发，阐述了品系产品特征、产品价值观等相关内容。公司制定了《工程管理流程》、《城市公司工程检查管理作业指引》、《施工过程关键工序检查管理作业指引》等 13 个工程管理类作业指引，明确了施工各环节的管理职责，从工程施工组织设计审查、关键工序检查管理、工程营造全过程管理与监督、工程竣工验收与物业接管等方面加强了监督与检查力度，确保了项目的施工过程处于受控状态，使项目的工程质量、进度、成本及资源得到最合理的控制。

战略规划

基于对当前所面临的内外部环境，充分考虑自身资源、竞争力和发展潜力，公司修编了中长期发展规划，明晰了公司的战略定位和业务具体规划。公司秉承着“规模与效益并举”的发展方针，努力

提升市场占位，坚持以房地产开发及经营管理为主业，积极优化内部管理，保证公司长远、稳定的发展。

区域布局方面，公司深耕北京、天津、西安、长沙、广州、重庆、佛山、银川、涿州等有发展潜力的城市，有力践行了以北京为核心，辐射京津冀、西部、华中、华南的城市布局战略。未来公司将继续发挥自身灵活优势，在控制风险的基础上巩固发展现有城市，并将重点关注国家主要城市群的核心城市，在京津冀、长三角、珠三角和中西部等地区选择宏观经济基本面好、人口增长潜力大、高净值收入人群较为集中和房地产市场发展可持续性较强的城市择机进入。同时，公司也将根据自身资源，对于市场稳定的二、三线城市给予适当关注，并结合具体项目和当期市场特点做出投资决策。公司将充分考虑长远发展问题，积极补充新业务类型项目，做到长短结合，有效抵御市场、政策风险，保证公司长期稳定健康发展。

资金方面，公司将不断推进金融创新，继续加强融资、现金流管理，以销售回款及融资放款为核心抓手，深度挖掘资源优势，扩大资本市场战略合作范围，助力公司主业规模扩张及业绩增长。公司将继续维系同各家金融机构的良好合作关系，保障传统融资渠道的畅通，同时积极探索新型融资模式，调整融资结构、丰富融资手段，保持较强的融资能力，保障公司的资金需求，推动企业继续扩大资产规模。

产品方面，公司将继续秉承“责任地产、品质建筑”的品牌理念，持续研发标准化产品线，提升整体产品力营造水平。同时，公司将聚焦项目区域市场和客户需求，以“客户优先”为原则，深入梳理用户需求，持续进行智慧社区、智能家居等产品配套的研究与应用，同时大力发展“Hi 平台”服务品牌，打造以人为本的社区服务平台，为产品增添附加值，通过产品与服务的双驱动，重塑产品和服务的边界。

高效运营方面，公司将合理调配各项目经营节奏，短期内做到规模与效益的合理匹配；长期目标

是进一步优化公司财务指标，保持上市公司稳健的发展态势。同时，公司将积极寻求房地产上、下游企业的合作机会，通过与上游金融机构、下游施工企业、物业公司、销售代理公司等合作或收购，优化公司产业结构，有效抵抗复杂的行业形势，扩展公司盈利空间，加速企业规模化发展进程。

整体来看，未来公司以规模速度为主要目标，进一步提升公司市场份额及竞争能力，中诚信国际将对其战略规划实施情况保持关注。

财务分析

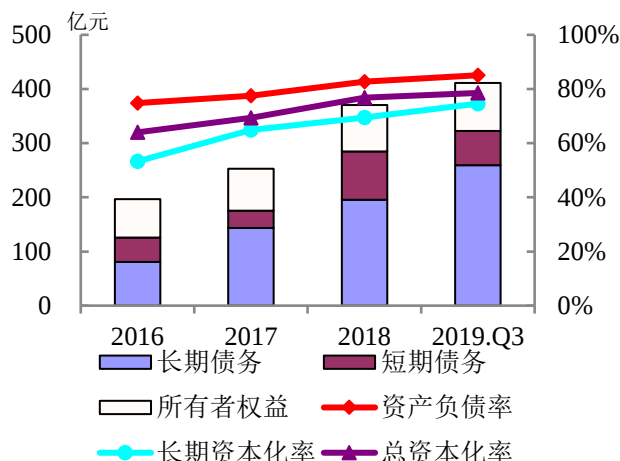
下列财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告报告以及未经审计的 2019 年三季度财务报表。2016 年财务数据为 2017 年审计报告期初数；2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数；2018 年财务数据为审计报告期末数。

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。2016~2018 年末，公司资产总额分别为 280.94 亿元、343.53 亿元和 496.65 亿元，年均复合增长率为 32.96%。项目投入带来的融资需求不断增加，同期末公司负债总额分别为 210.16 亿元、266.11 亿元和 410.94 亿元，年均复合增长率为 39.83%。自有资本方面，得益于利润累积不断夯实自有资本，近三年公司所有者权益分别为 70.78 亿元、77.42 亿元和 85.72 亿元，年均复合增长率为 10.05%。财务杠杆比率方面，2016~2018 年末公司资产负债率分别为 74.81%、77.46%和 82.74%，净负债率分别为 100.05%、131.92%和 214.35%，财务杠杆水平保持持续快速上升态势且处于较高水平。

另截至 2019 年 9 月末，公司总资产和总负债分别为 591.38 亿元和 503.16 亿元，资产负债率和净负债率进一步上升至 85.08%和 284.82%。

图 7：2016~2019.Q3 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

资产构成方面，公司资产主要为流动资产，2016~2018 年末，流动资产分别为 268.38 亿元、314.05 亿元和 453.34 亿元，占资产总额的比重分别为 95.53%、91.42%和 91.28%，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流入增加所致；同期末公司受限货币资金规模为 4.48 亿元，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。另截至 2019 年 9 月末，公司流动资产为 516.35 亿元，较 2018 年末增长 13.90%，占总资产比重为 87.31%。其中存货净额为 405.99 亿元，较上年末增长 27.31%；手持货币资金 71.57 亿元，较 2018 年末下降 28.96%，主要系公司项目投入持续增加所致。另同期末，公司其他应收款规模为 25.16 亿元，较 2018 年末增长 12.57%。

非流动资产方面，2016~2018 年末，公司非流动资产分别为 12.56 亿元、29.48 亿元和 43.31 亿元，主要由固定资产、其他非流动资产、投资性房地产、

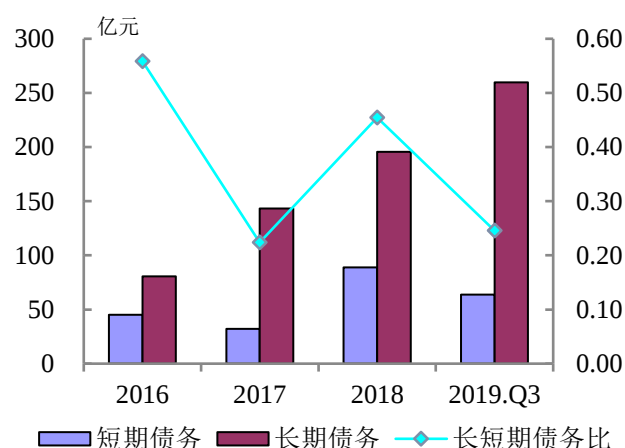
可供出售金融资产和长期股权投资构成。2018 年末，公司固定资产为 13.34 亿元，与上年末基本持平，主要为房屋及建筑物。同期末公司其他非流动资产为 8.42 亿元，为公司持有的北京西红世项目，因该项目自持部分尚处于搁置状态，故计入非流动资产科目。2018 年末公司按成本计量模式的投资性房地产账面价值为 5.54 亿元，主要系公司持有的华远企业中心和君悦酒店等商办类物业。期末公司持有可供出售金融资产 5.26 亿元，同比小幅增长 1.54%，主要为公司持有的股权、基金和资产支持专项计划等金融类产品。长期股权投资方面，2018 年末公司长期股权投资为 3.66 亿元，较 2017 年末大幅增长 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、天津兴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。另截至 2019 年 9 月末，公司非流动资产规模 75.03 亿元，较上年末大幅增长 73.24%，主要系新增人民币外汇货币掉期 20.72 亿元以及公司认购的 7.50 亿元嘉兴乾新股权投资合伙企业（有限合伙）和 3.59 亿元 Elite 国际投资基金 8 号的私募基金份额等，根据财务报表新金融工具准则计入其他非流动金融资产科目，其他科目均未明显变动。

负债构成方面，公司负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款和总债务构成。2016~2018 年末，公司预收款项分别为 52.97 亿元、33.67 亿元和 71.54 亿元，其中 2018 年末公司预收账款同比大幅增加 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，公司其他应付款分别为 12.20 亿元、33.58 亿元和 80.81 亿元，主要由股东方借款及应付项目公司款项构成，年均复合增长率为 157.33%，主要系受合联营项目逐渐增加所致；近三年末，公司应付账款分别为 16.14 亿元、23.02 亿元和 23.35 亿元，主要为应付工程款。另截至 2019 年 9 月末，公司上述科目分别为 113.13 亿元，84.08 亿元和 18.82 亿元，期末公司预收账款对当期营业收入比重为 358.12%。

总债务方面，2016~2018 年末公司总债务规模

分别为 125.75 亿元、175.23 亿元和 284.49 亿元，年均复合增长率为 50.41%，保持较快速增长。同期末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.56 倍、0.22 倍和 0.45 倍。另截至 2019 年 9 月末，公司总债务规模进一步上升至 323.63 亿元，其中短期债务小幅降至 63.80 亿元，长短期债务比为 0.25 倍。整体来看，公司债务规模增长较快，但债务期限结构在较为合理水平。

图 8：2016~2019.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

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。2016~2018 年末公司所有者权益分别为 70.78 亿元、77.42 亿元和 85.72 亿元，近三年复合增长率为 10.05%。其中，同期末公司实收资本均为 23.46 亿元，资本公积分别为 12.53 亿元、12.76 亿元和 12.76 亿元，盈余公积分别为 2.67 亿元、3.07 亿元和 3.56 亿元。得益于利润留存增长，2016~2018 年末，公司未分配利润分别为 28.49 亿元、33.93 亿元和 38.59 亿元，年均复合增长率为 16.38%。同时由于合作项目增加，近三年末公司少数股东权益分别为 3.63 亿元、4.20 亿元和 7.35 亿元。另截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益规模 88.22 亿元，主要系少数股东权益增加所致。

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

2016~2018 年末，公司流动资产分别为 268.38 亿元、314.05 亿元和 453.34 亿元，呈持续上升态势，占总资产比重分别为 95.53%、91.42%和 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，同期末两项占流动资产的比重分别为 88.70%、90.84%和 92.57%。另截至 2019 年 9 月末，公司流动资产占总资产比重调整为 87.31%，货币资金与存货占流动资产比重为 92.49%，基本保持稳定。

表 13：2016~2019.Q3 公司流动资产分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
流动资产/总资产	95.53%	91.42%	91.28%	87.31%
存货/流动资产	68.23%	67.56%	70.34%	78.63%
货币资金/流动资产	20.47%	23.28%	22.23%	13.86%
(存货+货币资金)/流动资产	88.70%	90.84%	92.57%	92.49%

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

存货方面，随着公司在建项目规模和土地储备的增加，公司存货规模亦呈上升趋势。2016~2018 年末公司存货净额分别为 183.12 亿元、212.18 亿元和 318.90 亿元；其中，房地产开发成本分别为 139.58 亿元、149.51 亿元和 272.24 亿元，占存货比重分别为 76.22%、70.47%和 85.37%；房地产开发产品分别为 43.53 亿元、62.65 亿元和 46.64 亿元，占存货比重分别为 23.77%、29.53%和 14.63%，其中 2018 年公司开发产品占比大幅下降 14.90 个百分点，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。另截至 2019 年 9 月末，公司存货净额增长 27.31%至 405.99 亿元，其中开发成本和开发产品分别为 367.71 亿元和 38.27 亿元，占存货比重分别为 90.57%和 9.43%，公司项目去化情况进一步改善。

表 14：2016~2019 年 9 月末公司存货分析

单位：亿元

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
存货	183.12	212.18	318.90	405.99
开发成本	139.58	149.51	272.24	367.71
开发成本/存货	76.22%	70.47%	85.37%	90.57%
开发产品	43.53	62.65	46.64	38.27
开发产品/存货	23.77%	29.53%	14.63%	9.43%

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

资产周转效率方面，2016~2018 年公司存货周转率分别为 0.34 次、0.36 次和 0.18 次；同期总资产周转率分别为 0.31 次、0.24 次和 0.16 次。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。另 2019 年 1~9 月，公司存货周转率和总资产周转率均为 0.06 次，较 2018 年前三季度均下降 0.02 次，公司整体资产周转水平和经营效率有待提升。

表 15：2016~2019 年 9 月公司周转率相关指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
存货周转率 (X)	0.34	0.36	0.18	0.06
总资产周转率 (X)	0.31	0.24	0.16	0.06

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计 195.82 亿元，占当期末总资产比例为 33.11%，主要为因抵押贷款而受限的存货，期末账面价值为 179.84 亿元。

现金流方面，受公司项目投入持续增加影响，公司经营性活动净现金流逐渐转为净流出状态。2016~2018 年，公司经营性净现金流分别为 21.55 亿元、6.84 亿元和-31.02 亿元。其中，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/短期债务分别为 0.48 倍、0.21 倍和-0.35 倍，经营性净现金流对短期债务覆盖程度持续减弱。另 2019 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到现金为 76.34 亿元，经营性活动净现金流为-39.63 亿元，仍保持为净流出状态，同期公司经营性净现金流/短期债务为-0.83 倍。

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，2016~2018 年末公司手持货币资金分别为 54.93 亿元、73.10 亿元和 100.76 亿元，呈增长趋势。同期末，货币资金/短期债务分别为 1.22 倍、2.28 倍和 1.13 倍，货币资金可对短期债务形成覆盖。另 2019 年 9 月末，公司手持货币资金规模较 2018 年末下降 28.96%至 71.57 亿元，主要系当期经营支出增加所致，货币资金/短期债务为 1.12 倍。

表 16：2016~2019.Q3 公司部分流动性指标

	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金（亿元）	54.93	73.10	100.76	71.57
经营活动净现金流（亿元）	21.55	6.84	-31.02	-39.63
经营性净现金流/短期债务（X）	0.48	0.21	-0.35	-0.83
货币资金/短期债务（X）	1.22	2.28	1.13	1.12

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

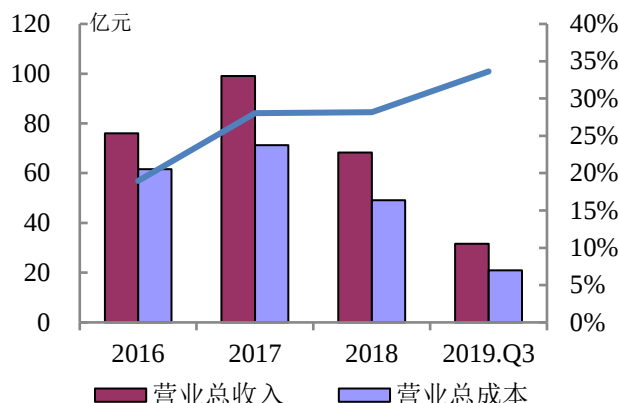
总体来看，随着项目开发投入持续增加，公司存货规模持续上升，存货中开发产品占比下降，存货结构有所改善，同时期末手持货币资金可对短期债务形成一定的保障。但我们也注意到，公司经营净现金流转为净流出状态，且资产周转率水平有所下降，部分区域项目去化情况仍值得关注。

盈利能力

受房地产项目开发及结算进度影响，近年来公司营业收入规模呈波动态势。2016~2018 年公司营业收入分别为 76.08 亿元、99.04 亿元和 68.31 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。

毛利率方面，2016~2018 年公司毛利率分别为 18.96%、28.02%和 28.15%，毛利空间呈小幅增长趋势。另 2019 年 1~9 月，公司营业收入与营业毛利率分别为 31.59 亿元和 33.63%。

图 9：2016~2019.Q3 公司收入及成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

费用控制方面，2016~2018 年公司期间费用整体呈现一定增长，分别为 3.12 亿元、5.02 亿元和 5.53 亿元，主要由销售费用和管理费用构成。具体来看，2016~2018 年公司销售费用分别为 2.16 亿元、1.97 亿元和 3.24 亿元；其中，2018 年销售费用同比增加 64.07%，主要系公司加大销售项目推广力度所致。同期公司管理费用支出分别为 1.05 亿元、2.49 亿元和 2.43 亿元；财务费用分别为 -0.09 亿元、0.56 亿元和 -0.14 亿元，处于较低水平，主要系随着公司在建项目增加，利息费用资本化增加所致。综上，2016~2018 年公司期间费用收入占比分别为 4.10%、5.07%和 8.10%，呈持续上升态势，期间费用控制能力有待提升。另 2019 年 1~9 月，公司财务性利息支出大幅增长，期间费用 7.18 亿元，三费收入占比为 22.72%。

表 17：2016~2019.Q3 公司期间费用分析

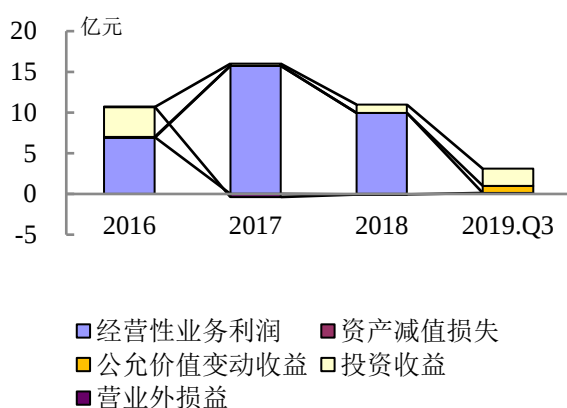
	单位：亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用	2.16	1.97	3.24	3.83
管理费用	1.05	2.49	2.43	1.58
财务费用	-0.09	0.56	-0.14	1.76
三费合计	3.12	5.02	5.53	7.18
营业总收入	76.08	99.04	68.31	31.59
三费收入占比	4.10%	5.07%	8.10%	22.72%

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，中诚信国际整理

利润方面，2016~2018 年公司利润总额分别为 10.70 亿元、16.10 亿元和 10.55 亿元，主要由经营

性业务利润和投资收益构成。同期，公司经营性业务利润分别为 6.89 亿元、15.75 亿元和 9.97 亿元，2018 年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，2016~2018 年公司取得投资收益分别为 3.66 亿元、0.26 亿元和 1.00 亿元，主要为公司对合联营项目公司以权益法核算的长期股权投资收益。扣除所得税费用后，2016~2018 年公司分别获得净利润 7.73 亿元、11.52 亿元和 7.35 亿元，所有者权益收益率分别为 10.93%、14.88%和 8.57%。另 2019 年 1~9 月，公司实现利润总额 3.18 亿元，其中经营性业务利润为 0.14 亿元，投资收益为 2.10 亿元（联营项目投资收益），公司最终实现净利润为 2.73 亿元。

图 10：2016~2019.Q3 公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

总体来看，受结算进度影响，近年来公司营业收入规模呈现波动，三费收入占比持续上升，整体盈利能力有所弱化。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

2016~2018 年末公司总债务规模分别为 125.75 亿元、175.23 亿元和 284.49 亿元，年均复合增长率为 50.41%，保持较快速增长。同期末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.56 倍、0.22 倍和 0.45 倍。另截至 2019 年 9 月末，公司债务总额增至 323.63 亿元，长短期债务比为 0.25 倍。

获现能力方面，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月

公司 EBITDA 分别为 11.03 亿元、17.58 亿元、11.44 亿元和 4.50 亿元，同利润总额变动一致，呈现一定波动。同期公司总债务/EBITDA 分别为 11.40 倍、9.97 倍、24.87 倍和 95.80 倍，EBITDA 利息倍数分别为 1.49 倍、2.43 倍、0.96 倍和 0.37 倍，公司经营所得对本息偿付能力有所弱化。此外，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司经营活动净现金流分别为 21.55 亿元、6.84 亿元、-31.02 亿元和 -39.63 亿元，同期经营活动净现金流/总债务分别为 0.17 倍、0.04 倍、-0.11 倍和 -0.16 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 2.92 倍、0.95 倍、-2.59 倍和 -3.25 倍，由于公司经营活动净现金流持续收窄且于 2018 年转为净流出状态，难以对债务本息形成有效保障。

表 18：2016~2019.Q3 公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q3
短期债务（亿元）	45.07	43.80	88.91	63.80
长期债务（亿元）	80.68	131.43	195.58	259.83
总债务（亿元）	125.75	175.23	284.49	323.63
EBITDA（亿元）	11.03	17.58	11.44	4.50
经营活动净现金流利息倍数（X）	2.92	0.95	-2.59	-3.25
经营活动净现金流/总债务（X）	0.17	0.04	-0.11	-0.16
总债务/EBITDA（X）	11.40	9.97	24.87	95.80
EBITDA 利息倍数（X）	1.49	2.43	0.96	0.37

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

财务弹性方面，公司与平安银行、北京银行、广发银行等多家银行机构建立了良好的合作关系，截至 2019 年 9 月末，公司拥有的银行授信总额为 206.17 亿元，其中未使用授信余额为 47.62 亿元。此外，2018 年以来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。同时公司可持续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。另截至 2019 年 9 月末，公司对外担保金额合计 16.41 亿元，为对控股股东华远集团提供的连带责任担保。整体来看，公司或有负债风险较低。

总体而言，近年来公司财务杠杆水平持续上

升，受项目开发进度及项目结算周期影响，营业收入及盈利水平均有所波动，偿债指标亦表现一般。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，同时考虑到股东持续有力的支持以及顺畅的融资渠道，公司具备很强的偿债能力。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定华远地产股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“华远地产股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AA**。

中诚信国际关于华远地产股份有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

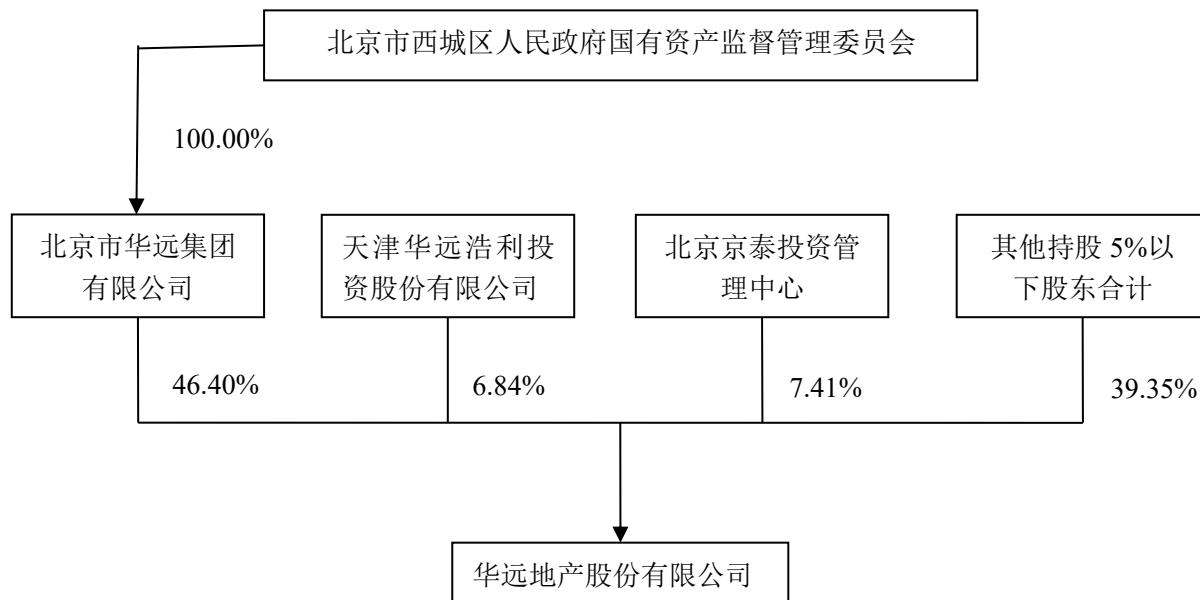
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

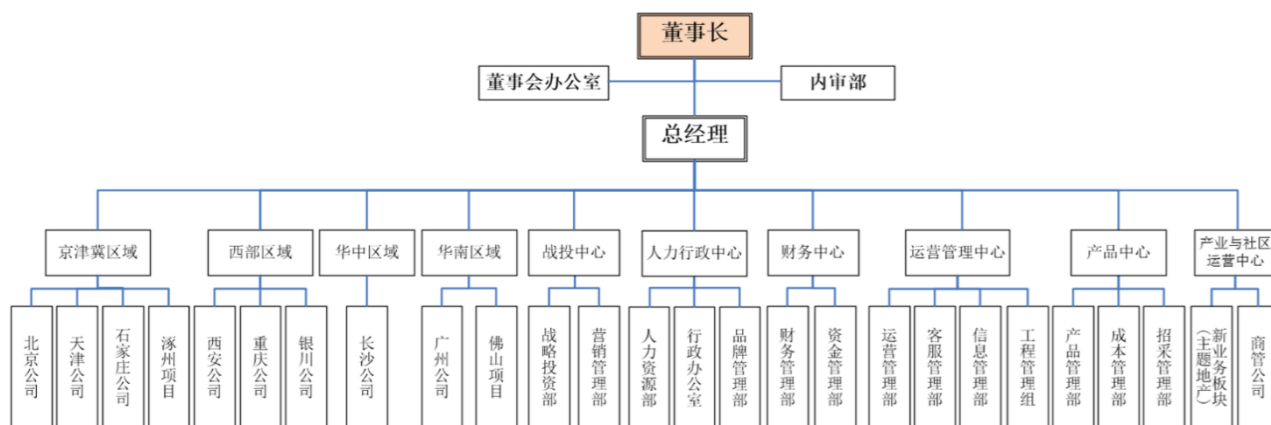
中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 3 月 4 日

附一：华远地产股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



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。



资料来源：公司提供

附二：华远地产股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	549,341.48	730,978.49	1,007,561.39	715,734.22
其他应收款	115,636.69	215,971.35	223,539.89	251,630.25
存货净额	1,831,170.96	2,121,769.04	3,188,959.67	4,059,852.46
长期投资	65,816.78	71,273.84	89,229.04	385,151.68
固定资产	8,571.72	131,320.57	133,434.50	130,307.18
在建工程	0.00	0.00	28,318.74	43,337.38
无形资产	4,406.01	4,401.19	4,270.39	4,178.18
投资性房地产	24,741.95	58,836.37	55,357.81	54,210.35
总资产	2,809,428.32	3,435,298.96	4,966,545.04	5,913,778.73
预收款项	529,710.94	336,675.29	715,372.65	1,131,273.59
其他应付款	122,035.35	335,786.05	808,092.08	840,777.38
短期债务	450,674.86	320,479.78	889,072.25	637,986.22
长期债务	806,787.03	1,431,793.31	1,955,803.23	2,598,308.47
总债务	1,257,461.89	1,752,273.09	2,844,875.48	3,236,294.69
净债务	708,120.41	1,021,294.60	1,837,314.09	2,520,560.48
总负债	2,101,643.45	2,661,124.28	4,109,394.38	5,031,590.33
费用化利息支出	1,247.17	11,805.90	4,365.98	8,695.84
资本化利息支出	72,623.17	60,463.57	115,212.03	113,372.73
所有者权益合计	707,784.87	774,174.68	857,150.67	882,188.39
营业总收入	760,840.99	990,378.69	683,135.58	315,855.92
经营性业务利润	68,898.08	157,485.02	99,670.52	1,395.37
投资收益	36,590.76	2,562.68	9,980.75	20,991.01
净利润	77,332.20	115,222.63	73,496.38	27,343.38
EBIT	108,235.52	172,847.86	109,909.39	40,533.65
EBITDA	110,331.49	175,797.72	114,373.88	45,043.15
销售商品、提供劳务收到的现金	985,774.02	847,424.39	1,089,941.87	763,413.81
经营活动产生现金净流量	215,470.93	68,394.97	-310,158.89	-396,304.65
投资活动产生现金净流量	-81,490.89	22,994.94	-36,912.17	-98,589.48
筹资活动产生现金净流量	226,106.93	90,375.95	590,929.61	190,878.12
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	18.96	28.02	28.15	33.63
期间费用率(%)	4.10	5.07	8.10	22.72
EBITDA 利润率(%)	14.50	17.75	16.74	14.26
净利润率(%)	10.16	11.63	10.76	-
总资产收益率(%)	4.36	5.54	2.62	-
存货周转率(X)	0.67	0.36	0.18	-
资产负债率(%)	74.81	77.46	82.74	85.08
总资本化比率(%)	63.98	69.36	76.85	78.58

净负债率 (%)	100.05	131.92	214.35	285.72
短期债务/总债务 (%)	35.84	18.29	31.25	19.71
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.17	0.04	-0.11	-0.16*
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.48	0.21	-0.35	-0.83*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.92	0.95	-2.59	-3.25
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 (X)	1.28	2.07	2.61	3.18*
总债务/EBITDA (X)	11.40	9.97	24.87	95.80*
EBITDA/短期债务 (X)	0.24	0.55	0.13	0.09*
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.49	2.43	0.96	0.37
经调整 EBIT 利息保障倍数 (X)	2.45	3.23	1.88	1.26

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 年前三季度数据未经审计；3、带*指标已经年化处理；4、华远地产 2016~2019 年 9 月末的其他应付款中有息部分已相应调整至长期债务中。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
总债务	=长期债务+短期债务
净债务	=总债务-货币资金
净负债率	=净债务/所有者权益合计
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+所有者权益合计)
存货周转率	=营业成本/存货平均净额
应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
营业毛利率	= (营业总收入—营业成本)/营业总收入
期间费用率	= (销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
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
总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
净利润率	=净利润/营业总收入
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
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
利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。