

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]070 号

华夏幸福基业股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“18 华夏 01”、“18 华夏 02”和“18 华夏 03”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“18 华夏 01”、“18 华夏 02”和“18 华夏 03”的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月十九日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]070 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对华夏幸福基业股份有限公司及其发行的“18 华夏 01”、“18 华夏 02”和“18 华夏 03”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持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；同时维持“18 华夏 01”、“18 华夏 02”和“18 华夏 03”信用等级为 AAA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月十九日



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《东方金诚房地产企业信用评级方法》，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。
- “18 华夏 01”、“18 华夏 02”和“18 华夏 03”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。



华夏幸福基业股份有限公司主体 及相关债项2019年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】070号

主体信用

跟踪评级结果 AAA 评级展望 稳定

上次评级结果 AAA 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
18华夏01	24.75	2018/5/30-2022/5/30	AAA	AAA
18华夏02	5.25	2018/5/30-2023/5/30	AAA	AAA
18华夏03	20.00	2018/6/20-2022/6/20	AAA	AAA

注：“18华夏01”附第2年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“18华夏02”附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“18华夏03”附第2年末、第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

评级时间

2019年6月19日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
18华夏01	2018年5月7日
18华夏02	2018年5月7日
18华夏03	2018年6月6日

评级小组负责人

瞿鹏

评级小组成员

谷建伟

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层100600

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”）认为，跟踪期内，华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”或“公司”）产业新城建设业务仍保持很强的区域专营性和协同效应，市场竞争优势显著；跟踪期内，公司产业新城建设业务在深耕环北京区域的同时，异地复制持续推进，有利于业务的持续发展；受益于较强的招商引资能力和园区投资建设能力，跟踪期内公司签约入园企业数量和投资金额保持增长，产业发展服务收入有所提升；2018年，公司房地产业务合同销售面积和合同销售金额均有所增长，毛利率显著提升，业务获利能力增强；跟踪期内，公司引入中国平安作为战略投资者，有利于公司丰富融资渠道以及优化治理水平。

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，仍面临一定复制难度；跟踪期内，公司房地产开发业务仍主要集中在环京地区，受环京区域限购限贷政策的不利影响依然较大；跟踪期内，公司应收账款大幅增加，部分款项账龄较长，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；2018年，公司资产减值损失大幅增长，对利润形成一定侵蚀；跟踪期内，公司资产负债率有所提高，有息债务规模大幅增长，债务负担加重。

综上所述，东方金诚维持华夏幸福主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“18华夏01”、“18华夏02”和“18华夏03”信用等级为AAA。

主体信用

跟踪评级结果 AAA 评级展望 稳定

上次评级结果 AAA 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
18华夏01	24.75	2018/5/30-2022/5/30	AAA	AAA
18华夏02	5.25	2018/5/30-2023/5/30	AAA	AAA
18华夏03	20.00	2018/6/20-2022/6/20	AAA	AAA

注：“18华夏01”附第2年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“18华夏02”附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“18华夏03”附第2年末、第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

评级时间

2019年6月19日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
18华夏01	2018年5月7日
18华夏02	2018年5月7日
18华夏03	2018年6月6日

评级小组负责人

瞿鹏

评级小组成员

谷建伟

邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层100600

主要数据和指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额(亿元)	2499.03	3759.20	4097.12	4329.50
所有者权益(亿元)	380.32	710.74	547.16	550.98
全部债务(亿元)	722.11	1190.30	1481.68	1709.27
营业收入(亿元)	538.21	596.35	837.99	102.92
利润总额(亿元)	89.76	128.77	174.31	42.05
EBITDA(亿元)	105.37	155.03	206.02	-
营业利润率(%)	27.20	39.35	35.23	60.79
净资产收益率(%)	16.22	12.47	21.57	-
资产负债率(%)	84.78	81.09	86.65	87.27
全部债务资本化比率(%)	65.50	62.61	73.03	75.62
流动比率(%)	139.99	152.80	151.68	149.05
全部债务/EBITDA(倍)	6.85	7.68	7.19	-
EBITDA利息倍数(倍)	2.17	2.69	2.59	-

注:表中数据来源于2016年~2018年经审计的公司合并财务报表及未经审计的2019年一季度财务报表;其中2017年财务数据采用2018年审计报告追溯调整后的期初数。

主体信用

跟踪评级结果 AAA 评级展望 稳定

上次评级结果 AAA 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
18华夏01	24.75	2018/5/30-2022/5/30	AAA	AAA
18华夏02	5.25	2018/5/30-2023/5/30	AAA	AAA
18华夏03	20.00	2018/6/20-2022/6/20	AAA	AAA

注：“18华夏01”附第2年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“18华夏02”附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“18华夏03”附第2年末、第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

评级时间

2019年6月19日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
18华夏01	2018年5月7日
18华夏02	2018年5月7日
18华夏03	2018年6月6日

评级小组负责人

瞿鹏

评级小组成员

谷建伟

邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层100600

优势

- 公司产业新城建设业务仍保持很强的区域专营性和协同效应，市场竞争优势显著；
- 跟踪期内，公司产业新城建设业务在深耕环北京区域的同时，异地复制持续推进，有利于业务的持续发展；
- 受益于较强的招商引资能力和园区投资建设能力，跟踪期内公司签约入园企业数量和投资金额保持增长，产业发展服务收入有所提升；
- 2018年，公司房地产业务合同销售面积和合同销售金额均有所增长，毛利率显著提升，业务获利能力增强；
- 跟踪期内，公司引入中国平安作为战略投资者，有利于公司丰富融资渠道以及优化治理水平。

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，仍面临一定复制难度；
- 跟踪期内，公司房地产开发业务仍主要集中在环京地区，受环京区域限购限贷政策的不利影响依然较大；
- 跟踪期内，公司应收账款大幅增加，部分款项账龄较长，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；
- 2018年，公司资产减值损失大幅增长，对利润形成一定侵蚀；
- 跟踪期内，公司资产负债率有所提高，有息债务规模大幅增长，债务负担加重。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”或“公司”）2018年公开发行公司债券（第一期）（“18华夏01”及“18华夏02”）、2018年公开发行公司债券（第二期）（“18华夏03”）的跟踪评级安排，东方金诚基于华夏幸福提供的2018年度审计报告、2019年1~3月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

华夏幸福主要从事产业新城建设和房地产开发业务，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”），实际控制人为自然人王文学。

公司控股股东华夏控股与平安资产管理有限责任公司（以下简称“平安资管”）、王文学于2018年7月签订《股份转让协议》，并与平安资管、中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安人寿”）、王文学于2018年8月签订《股份转让协议之补充协议》，约定华夏控股通过协议转让方式，向平安人寿转让其所持有的5.82亿股公司股份，占公司总股本的19.70%。本次权益变动后，平安人寿成为公司第二大股东。截至2019年3月末，华夏幸福注册资本30.03亿元，华夏控股持有公司41.30%股份，仍为公司控股股东，平安人寿持有公司19.52%的股份，为公司第二大股东，（详见附件一），公司实际控制人仍为王文学¹。

中国平安是国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛的股份制保险公司，是集保险、银行、投资等金融业务为一体的综合金融服务集团，在2018年《财富》世界500强排行榜第29名，综合实力较强，平安人寿入股公司后，双方未来可以在多领域开展相关合作，有助于实现双方协同战略发展。

公司主要从事产业新城建设和房地产开发业务，其中产业新城建设业务包括产业发展服务、土地整理、基础设施建设等，产业发展服务和房地产开发是公司收入和利润主要来源。截至2019年3月末，公司已签订委托开发协议或合作协议园区数量达70余个。在克而瑞地产研究院发布的《2018年中国房地产企业销售额排行榜TOP200》和《2019年1~5月中国房地产企业销售榜TOP100》中，华夏幸福销售金额分列第13位和第21位。

截至2019年3月末，公司的资产总额4329.50亿元，所有者权益550.98亿元，资产负债率为87.27%；纳入合并报表范围的子公司共511家。2018年及2019年1~3月，公司实现营业总收入分别为837.99亿元和102.92亿元，利润总额分别为174.31亿元和42.05亿元。

¹ 2019年1月，华夏控股、平安资管及王文学签订《股份转让协议》，上述三方及平安人寿于2019年2月签订了《股份转让协议之补充协议》，约定华夏控股通过协议转让方式，向平安资管转让1.71亿股公司股份。2019年4月8日，华夏控股与平安人寿完成标的股份的过户登记手续。截至本报告出具日，华夏控股持有公司股份10.69亿股，占公司总股本的35.61%，其中累计质押7.86亿股，占其持有公司股份的73.50%，占公司总股本的26.18%；平安人寿持有公司25.21%的股份，平安人寿及平安资管合计持有公司25.25%的股份。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）“证监许可【2018】323号”批复，公司于2018年5月发行“华夏幸福基业股份有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）”，其中，品种一债券简称“18华夏01”，发行金额24.75亿元，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，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，债券附第二年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。品种二债券简称“18华夏02”，发行金额5.25亿元，票面利率7.20%，起息日为2018年5月30日，到期日为2023年5月30日，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，债券附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

经中国证监会“证监许可【2018】323号”批复，公司于2018年6月发行“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）”，发行金额20.00亿元，债券简称为“18华夏03”，票面利率7.15%，起息日为2018年6月20日，到期日为2022年6月20日，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，债券附第二年末、第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

截至本报告出具日，“18华夏01”、“18华夏02”和“18华夏03”所募集资金均已用于偿还公司有息债务；2019年5月30日，公司按时兑付“18华夏01”和“18华夏02”当期利息，“18华夏03”尚未到付息日。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2019年一季度宏观经济运行好于预期，GDP增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度GDP增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3月国内生产总值为213433亿元，同比增长6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3月规模以上工业增加值同比增长6.5%，增速较上年全年加快0.3个百分点。其中，3月工业增加值同比增长8.5%，较2月当月同比增速3.4%大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业PMI重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受PPI涨幅收窄影响，今年1~2月工业企业利润同比下降14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3月固定资产投资同比增长6.3%，增速较上年全年加快0.4个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅

上升，1~3月同比增长4.4%，增速较上年全年加快0.6个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快2.3个百分点至11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3月制造业投资同比增长4.6%，增速较上年全年下滑4.9个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3月社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速不及上年全年的9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2月社零增速企稳，3月已有明显回升，背后推动因素包括当月CPI上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3月CPI累计同比上涨1.8%，涨幅低于上年全年的2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3月CPI同比增速加快至2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3月我国出口额同比增长6.7%，进口额增长0.3%，增速分别较上年全年下滑0.4和12.6个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大75.2%，带动净出口对GDP增长的拉动率反弹至1.5%，较上季度提高1.0个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度GDP增速将持平于6.4%，不排除小幅反弹至6.5%的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3月新增社融累计81800亿，同比多增23249亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3月底社融存量同比增速加快至10.7%，较上年末提高0.9个百分点。3月末，广义货币（M2）余额同比增长8.6%，增速较上年末提高0.5个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3月末，狭义货币（M1）余额同比增长4.6%，增速较上年末提高3.1个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3月财政收入累计同比增长6.2%，增速较上年同期下滑7.4个百分点，体

现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中, 税收收入同比增长 5.4%, 增速较上年同期下滑 11.9 个百分点; 非税收入同比增长 11.8%, 增速较上年同期高出 19.3 个百分点, 或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%, 增速高于上年同期的 10.9%, 基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税, 全年减税降费规模将达到约 2 万亿, 高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起, 伴随新一轮增值税减税的实施, 财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面, 2019 年基建补短板需求增大, 二季度基建相关支出力度有可能进一步上升, 而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长, 财政支出将保持较高强度。总体上看, 今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业及区域经济环境

公司主要从事产业新城建设和房地产开发业务。

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。

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, 2018 年末, 我国城镇化率为 59.58%, 同比提升 1.06 个百分点, 但较中等发达国家 80% 的城镇化率仍处于较低水平。中国城镇化正经历逐渐迈向都市圈化的进程, 都市圈成为新增城镇人口的核心载体, 亦持续带来区域产业载体和投资增量。伴随我国经济转型升级、产业结构不断优化调整, 依托都市圈布局的产业新城, 在城市规划、产业规划、城市建设、产业集群打造、城市运营、民生改善等方面提供综合一体化解决方案服务, 已经为区域经济发展、产业调整和升级的重要载体和工具。产业新城顺应国家政策及区域发展趋势, 有利于构建现代产业新体系和推进城市化进程, 面临都市圈发展的巨大机遇, 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 2018 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，并报批准规划方案，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

2019 年一季度商品房销售增速下滑，随着楼市调控政策从严以及棚改货币化安置支撑力度减弱，预计二季度全国商品房销售增速或将稳中有降

2019 年一季度，商品房销售面积和销售额分别为 2.98 亿平方米和 2.70 万亿元，同比增速分别为-0.90%和 5.60%，增速同比分别下降 4.50 个百分点和 4.80 个百分点。从城市分布来看，棚改货币化补偿政策、人才引进政策以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业推动热点二线城市及三四线城市楼市发展，2019 年一季度房地产销售主要来自热点二线城市及三四线城市的贡献。

图 1：2018 年全年及 2019 年 1~3 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

2019 年，房地产市场依旧严监管，房地产政策将维持“房住不炒”定位，政策调控将在“一城一策”的原则上，以限购、限贷、限售、限价、人才引进和棚改货币化安置等调控方式为主。预计二季度国内一线城市和热点二线城市在调控政策趋缓下成交量将保持稳定或略有回升；对于三四线城市来说，受前期市场购买力透

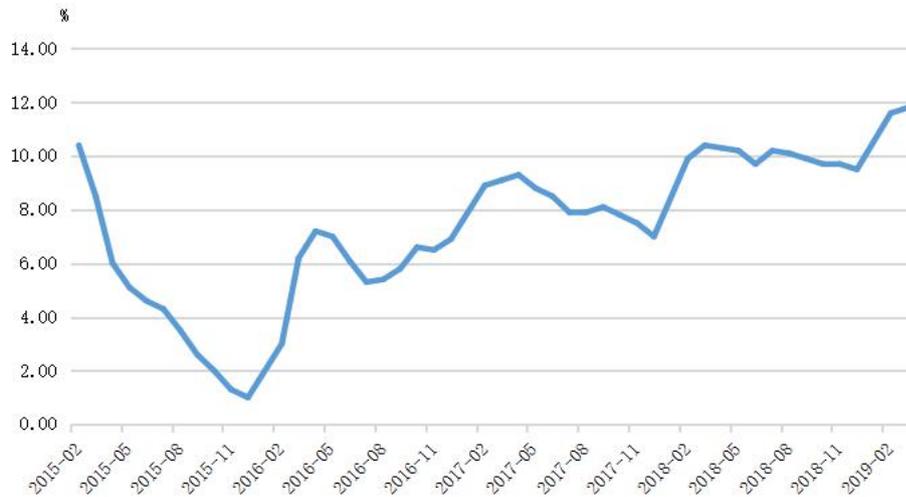
支、棚改货币化安置萎缩等多方面因素影响，面临较大调整压力，销售增速或将有所放缓。全年来看，在“一城一策”等政策下，各地方政府将根据各自楼市的特点适时适机的对部分政策措施进行微调，前期销售较弱的城市存在更大的微调空间，但在房地产政策主基调不变的前提下，房地产销售受三四线城市结构影响或将转弱。

一季度房地产开发投资进一步走强，源于新开工的增长及土地购置费的维持高位，随着土地购置对投资支撑力度的下降，或将拖累全年房地产投资增速

2019年一季度，全国房地产开发投资完成额为23802.9亿元，同比增长11.8%，增速较去年同期提升1.4个百分点，其中，住宅投资17255.8亿元，同比增长17.3%，增速同比上升4.0个百分点，房地产投资持续增长主要系2017年及2018年土地市场的高景气度带来了众多待开发项目，在高周转模式及高杠杆模式下，房企通过“抢开工”和“高周转”以快速获取销售回款。

受销售好转、市场资金面的改善及为加速周转回笼资金等因素影响，房企新开工意愿增强，一季度全国房屋新开工面积38728万平方米，同比增长11.9%，增速较去年同期提升2.2个百分点，新开工面积的增加对房地产投资增速的提升起到了较强的支撑作用。土地购置方面，一季度房地产开发企业补库存意愿有所下降，土地购置面积2543万平方米，同比下降33.10%；土地成交价款1194亿元，同比下降27.00%，降幅扩大13.90个百分点，但土地购置费的滞后影响也支撑了开发投资增速上行。

图2：2015年~2019年3月全国房地产开发投资增速变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

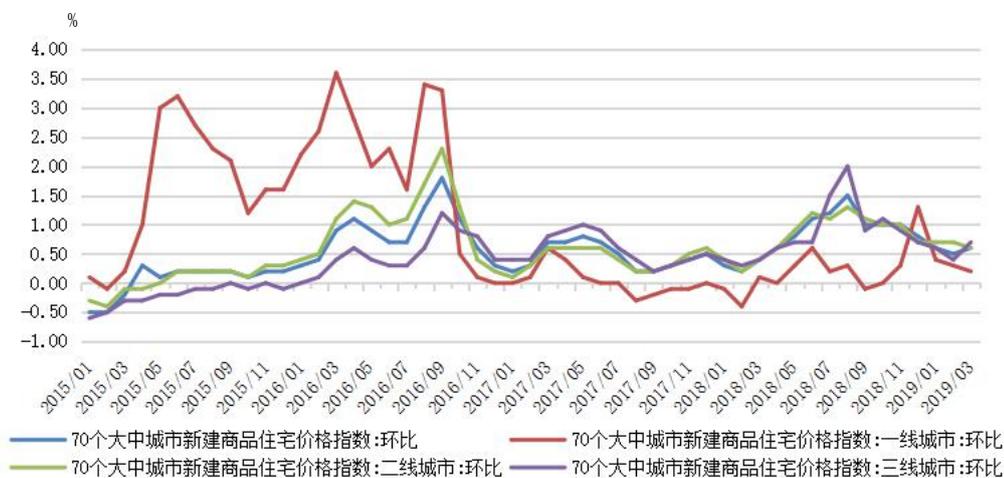
预计二季度，房企“抢开工”和“高周转”模式及土地购置费的滞后影响仍将对开发投资增速起到一定支撑作用。但从2019年全年来看，在房地产企业外部融资受限及调控政策持续从严的情况下，房企债务到期偿付压力加大，对其进一步扩张带来阻碍。房地产企业拿地节奏将有所优化，开发速度或将有所放缓，土地购置对投资的支撑力度将有所下降，或在下半年拖累房地产投资增速。

一季度商品房销售价格保持增长，预计 2019 年房价将保持稳定，但棚改货币化安置政策的调整导致其对房价支撑力度减弱，三四线城市房价涨幅将有所回落

2019 年一季度国内商品房销售均价为 9064.6 元/平方米，同比增长 6.6%，增速较去年同期基本保持稳定。2019 年 3 月，70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%；其中，一线城市受限价政策影响整体较为稳定，新建商品住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点；31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点；35 个三线城市新建商品住宅价格环比上涨 0.7%，涨幅较上月扩大 0.3 个百分点。

从房价未来走势来看，预计 2019 年随着房屋销售面积增速的放缓，房价上涨的动力减弱，市场供求矛盾有所缓解，房价涨幅整体出现回落，全国房价将保持稳定。2019 年房地产将保持“一城一策”的政策调控方式，但“住房不炒”的高压线仍然不变，具体来看，一线城市房地产市场仍将保持较强的政策调控力度，同时住房需求仍较为旺盛，房价整体将保持稳定；热点二线城市土地市场较为火热，部分地块溢价率有所回升，叠加户籍政策的放松等人才引进政策带来的新增需求，预计房价存在一定上行压力；三四线城市由于人口及资源向外迁移、前期购买力相对透支等因素，依旧面临调整压力，同时棚改开工数量明显缩减及货币化安置走弱或使需求萎缩，对商品住宅销售的拉动作用将减弱，在“坚决遏制房价上涨”的基调和销售向下的前提下，部分地区经济发展相对滞后的三四线城市房价持续上涨动力不足，房价涨幅或将出现回落。

图3：2015年~2019年3月全国70个大中城市新建商品住宅价格指数当月环比变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

大型房企以品牌输出和并购等方式持续提升规模，呈现强者恒强趋势，未来行业分化加剧，小型房企经营风险或将加速暴露

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。据克而瑞地产研究院发布的《2019 年一季度中国房地产企业销售榜 TOP200》，2019 年一季度，在房地产调控政策持续收紧的背景下，TOP00 房企销售规模达 2.1 万亿元，同比变动不大。从金额门槛来看，2019 年一季度房企销售金额门槛整体有所提升，销售权益榜 TOP10 房企和 TOP30 房企的入榜门槛分别为 303.4 亿元和 154.1 亿元，分别同比提升 4.0%和 7.2%。从房企合同销售金额集中度看，2019 年一季度，TOP10

和 TOP50 房企集中度分别为 31.1% 和 59.3%，较 2018 年全年的集中度水平平均提升 4.2 个百分点，房企集中度进一步提升。总体来看，规模房企凭借自身在品牌、城市布局以及融资能力等方面的优势，市场份额继续提高，与其他房企的规模差距进一步加大。

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。在融资环境趋紧、行业调控政策不放松的情况下，小型房企经营风险或将加速暴露。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司收入和毛利润主要来源于房地产开发及产业发展服务业务，收入和毛利润保持增长，毛利率有所下降

公司主营产业新城建设和房地产开发等业务，其中产业新城建设业务包括产业发展服务、土地整理、基础设施建设、物业管理服务和综合服务，房地产开发包括园区配套住宅和城市地产开发项目²，房地产开发和产业发展服务是公司收入和毛利润的主要来源。

2018 年，公司实现营业收入 837.99 亿元，同比增长 40.52%，主要是房地产开发业务结算增加所致。其中，房地产开发、产业发展服务和土地整理业务营业收入占比分别为 61.51%、28.51% 和 6.39%。

表 1：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入情况

单位：亿元、%

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
产业新城建设	175.74	32.67	289.19	48.48	305.82	36.67	62.12	60.35
其中：产业发展服务	109.72	20.39	230.86	38.71	238.92	28.51	59.96	58.25
土地整理	51.65	9.60	47.91	8.03	53.31	6.39	-	-
基础设施建设	7.47	1.39	1.62	0.27	2.14	0.26	0.04	0.04
物业管理服务	2.84	0.53	4.62	0.77	7.96	0.95	2.12	2.06
综合服务	4.07	0.76	4.17	0.70	3.50	0.42	-	-
房地产开发	353.75	65.73	289.31	48.51	515.47	61.51	30.97	30.09
其他	8.72	1.62	17.86	3.00	16.69	1.99	9.83	9.56
合计	538.21	100.00	596.35	100.00	837.99	100.00	102.92	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

毛利润及毛利率方面，2018 年，公司毛利润为 348.80 亿元，同比增长 21.75%，主要来自于房地产开发业务毛利润的快速增长；毛利率为 41.62%，同比下降 6.42 个百分点，主要是产业服务招商成本上升以及毛利率相对较低的房地产开发业务占比提升所致，其中，产业发展服务业务毛利率为 77.32%，同比下降 14.93 个百分

² 受公司披露口径调整，将园区配套住宅和城市地产开发合并，统一为房地产开发业务。

点，房地产开发业务毛利率 29.73%，同比提升 7.46 个百分点。

表 2：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司毛利润和毛利率情况

单位：亿元、%

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
产业新城建设	116.97	66.56	222.83	77.05	193.66	63.32	50.68	84.58
其中：产业发展服务	105.06	95.75	212.97	92.25	184.74	77.32	50.79	84.71
土地整理	8.22	15.91	6.23	13.00	6.79	12.73	-	-
基础设施建设	1.02	13.71	0.20	12.45	0.25	11.84	0.00	12.04
物业管理服务	0.40	14.10	0.66	14.25	1.34	16.89	-0.11	-5.37
综合服务	2.27	55.80	2.77	66.35	0.53	15.23	-	-
房地产开发	62.05	17.54	64.43	22.27	153.23	29.73	17.67	57.05
其他	-1.27	-1.46	-0.76	-4.27	1.91	11.44	-1.15	-11.71
合计	177.75	33.03	286.49	48.04	348.80	41.62	67.20	65.29

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 102.92 亿元，同比增长 8.51%；毛利润为 67.20 亿元，同比增长 18.12%；毛利率为 65.29%，同比提升 5.31 个百分点。

区域方面，跟踪期内，环北京区域仍是公司收入的最主要来源，主营业务收入占比 69.18%。同时，公司加大了环北京以外区域产业园区建设及房地产开发力度，2018 年外埠区域所实现的主营业务收入占比为 30.82%，同比提升 7.11 个百分点；其中环杭州、环南京和环郑州三个区域为公司重点拓展的区域。未来公司计划进一步加大环京以外区域建设力度，外埠区域收入规模及占比有望进一步提升。

表 3：2017 年~2018 年公司主营业务收入按区域划分情况

单位：亿元、%

业务类别	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
环北京	452.37	76.29	576.98	69.18
外埠	140.63	23.71	257.07	30.82
其中：环南京	45.05	7.60	68.03	8.16
环杭州	30.34	5.12	88.06	10.56
环合肥	4.23	0.71	9.47	1.14
环武汉	2.20	0.37	10.34	1.24
环郑州	1.65	0.28	24.63	2.95
外埠其他	57.15	9.64	56.54	6.78
合计	593.00	100.00	834.04	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

产业新城建设业务

公司主要从事环北京、长三角等区域产业新城建设，跟踪期内，该业务仍保持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，跟踪期内，该业务仍保持很强的区域专营性和

协同效应，市场竞争优势显著。

表 4：截至 2019 年 3 月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
	固安工业园区	2005/12/2	50		南浔产业新城	2016/12/9	35
	固安新兴产业示范区	2012/7/18	50		德清雷甸产业新城	2017/7/28	18
	固安高新区	2016/11/24	30	长三角地区	柯桥福全产业新城	2018/8/27	18
	固安马庄经济开发区	2015/6/26	50		南湖产业新城	2017/8/25	18
	霸州新区	2014/7/16	50		萧山河上产业新城	2018/11/28	18
	文安经济开发区	2011/4/29	30		嘉善高铁新城	2013/4/27	18
	永清新区	2013/10/8	20		嘉善经开区	2013/9/20	15
	大厂潮白河工业园	2007/5/10	50		和县产业新城	2015/11/19	50
	大厂新兴产业示范区	2011/5/15	50		新洲问津产业新城	2016/10/20	30
环北京地区	香河运河新城	2012/1/31	50		新洲双柳产业新城	2017/5/24	30
	秦皇岛北戴河新区	2015/12/9	40		嘉鱼产业新城	2017/3/15	30
	昌黎工业园区	2010/11/1	50		黄陂产业新城	2018/6/27	25
	昌黎产业新城	2018/9/13	30		孝感产业新城	2018/12/25	27
	怀来京北生态新城	2010/3/16	50		团风产业新城	2017/9/28	30
	沙城高铁新城	2008/9/16	50		雨湖产业新城	2017/11/22	38
	涿鹿高铁新城	2017/4/9	50		株洲云龙产业新城	2017/11/28	25
	邯郸丛台产业新城	2016/10/10	30		蒲江产业新城	2017/2/8	30
	邢台产业新城	2016/9/1	30	其他地区	彭山产业新城	2016/6/28	30
	行唐产业新城	2018/8/7	25		江门高新区产业新城	2016/10/12	30
元氏产业新城	2018/7/27	25	中山民众产业新城		2018/6/26	20	
江宁湖熟街道新市政开发	2017/2/5	15	泾阳产业新城		2018/4/21	30	
溧水产业新城	2016/3/20	20	长安产业新城		2019/4/30	30	
南京经济技术开发区龙潭	2017/8/4	26	清镇产业新城		2018/6/29	35	
无锡梁溪产业新城	2012/6/18	15	修文产业新城		2018/10/28	36	
来安产业新城	2015/9/9	50	沈水生态科技创新城		2012/1/8	30	
长三角地区	高淳产业新城	2017/11/24	20		焦作武陟产业新城	2016/6/13	50
	博望产业新城	2018/2/12	15		许昌长葛产业新城	2016/11/10	40
	舒城产业新城	2016/2/2	35	郑州新郑产业新城	2017/6/30	40	
	含山产业新城	2017/12/8	30	开封祥符产业新城	2017/10/17	40	
	巢湖产业新城	2017/11/28	30	获嘉产业新城	2017/12/20	50	
	长丰产业新城	2018/2/5	25	新密产业新城	2017/12/28	30	
	六安金安产业新城	2018/1/12	20				

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司成立以来，先后投资开发运营的区域为环北京、长三角等，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 2019 年 3 月末，公司已签订委托开发协议或合作协议园区数量达 70 余个，其中环北京地区 20 余个，长三角地区 20 余个。2018 年，公司产业新城建设业务收入为 305.82 亿元，同比增长 5.76%；毛利润 193.66 亿元，同比减少 13.09%。

公司现有产业园区立足于环北京区域，同时不断加大向国内其他区域的拓展。跟踪期内，公司加大了长三角地区的产业新城布局，区域内新签署 5 个产业新城，

包括博望产业新城、长丰产业新城、六安金安产业新城、柯桥福全产业新城和萧山河上产业新城，同时在武汉区域新增黄陂产业新城和孝感产业新城、在西安区域新增泾阳产业新城和长安产业新城、在贵阳区域新增清镇产业新城和修文产业新城，业务区域布局不断多元，产业模式的复制为公司今后取得可持续发展的产业发展服务等收入创造了有利条件。

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位于北京、上海等核心城市外溢区域，区域布局优势明显。

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房地产开发相结合的发展模式，有利于公司持续经营和盈利，但公司产业新城建设投资规模大、业务周期长，回收周期较长，公司仍面临一定投融资压力

根据公司与地方政府签订的委托开发协议，约定了具体合作期限，并对产业新城建设的各类业务约定结算方式。公司采用园区运营与园区房地产开发相结合的发展模式，具有很强的协同性。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，给园区房地产开发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建设业务的持续发展，为公司盈利提供了保障。

公司在产业园区建设及运营过程中，需要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。

跟踪期内，公司在深耕环北京区域的同时，异地复制持续推进，有利于促进产业新城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，仍面临一定复制难度

公司现有产业园区仍然以环北京区域为主，同时加大了向经济较为发达的其他区域的拓展，2018年，公司新拓展18个园区进行产业新城的开发建设，主要位于环北京以外的区域，包括环杭州、环郑州、环合肥、环武汉和环广州等区域，公司业务“异地复制”持续快速推进，为公司今后取得可持续发展的产业发展服务等收入创造了条件。

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，环北京地区扩张至长三角等区域的过程中，面临一定复制难度。

1. 产业发展服务业务

跟踪期内，受益于较强的招商引资能力和园区投资建设能力，公司签约入园企业数量和投资金额保持增长，受招商成本增加影响，产业发展服务业务毛利润

有所下降

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，寻找优质企业进行入园谈判，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。

公司拥有较强的招商引资能力和园区投资建设能力。2018年，公司产业园区新增签约入园企业702个，新增签约投资金额1660.00亿元，其中环北京以外区域新增入园企业501家，新增签约投资额1406亿元，同比增长51.84%。实现产业发展服务收入238.92亿元，较去年同期增长3.19%，毛利润184.74亿元，同比减少13.25%，毛利率77.32%，同比下降14.93个百分点，主要是招商成本的增加所致。截至2018年末，公司产业园区累计签约入园企业为2603个，累计签约投资金额为6635.23亿元。

表5：2016年~2018年公司产业园区主要业务运营情况

单位：个、亿元

指标	2016年	2017年	2018年
新拓展园区	11	24	18
新增签约入园企业	436	635	702
其中：固安产业新城	130	99	87
新增签约投资金额	1122.40	1650.60	1660.00
其中：固安产业新城	202.30	163.30	41.50
期末累计签约入园企业	1266	1901	2603
其中：固安产业新城	523	622	709
期末累计签约投资金额	3324.63	4975.23	6635.23
其中：固安产业新城	1277.24	1440.54	1482.04

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018年，公司在固安、嘉善、怀来、溧水、和县和舒城分别完成87家、70家、62家、47家、33家和26家企业的签约落地，新增签约投资额分别为41.50亿元、171.00亿元、124.20亿元、47.80亿元、50.00亿元和53.90亿元，产业集群初成规模。跟踪期内，公司与嘉善县政府、以色列企业共同启动“中以大健康示范基地”，在香河园区搭建了智能技术与机器人协同创新平台。截至2018年末，公司主要产业园区招商引资情况见下表。

表6：公司主要园区产业定位及2018年招商引资概况

区域	园区	产业定位	2018年招商引资概况
固安	固安工业区、固安新兴产业示范区、马庄新区	新型显示、航空航天、生物医药、智能网联汽车、临空服务、文体康养、都市农业	新增签约入园企业87家，新增签约投资额41.50亿元
大厂	大厂潮白河工业区、大厂新兴产业示范区	影视文化、总部商务、人工智能	新增签约入园企业6家，新增签约投资额9.50亿元
怀来	怀来新兴产业示范区	信息技术、航天航空、智能制造	新增签约入园企业62家，新增签约投资额124.20亿元
苏家屯	苏家屯园区	汽车零部件制造、智能制造装备	新增签约入园企业17家，新

			增签约投资额 8.20 亿元
香河	香河园区	机器人	新增签约入园企业 6 家, 新增签约投资额 7.60 亿元
霸州	霸州园区	食品、智能制造、新型显示	新增签约入园企业 14 家, 新增签约投资额 26.50 亿元
永清	永清园区	智能控制、临空高新技术	新增签约入园企业 5 家, 新增签约投资额 2.40 亿元
无锡	无锡梁溪滨河新城	传感设备、大数据、智慧医疗	新增签约入园企业 12 家, 新增签约投资额 21.40 亿元
嘉善区域	嘉善园区	科技研发、影视传媒、商贸服务、软件信息	新增签约入园企业 70 家, 新增签约投资额 171.00 亿元
来安区域	来安园区	新型显示、新能源汽车及零部件、智能制造装备	新增签约入园企业 6 家, 新增签约投资额 31.00 亿元
溧水区域	溧水园区	新型显示、新能源汽车及零部件、智能制造装备	新增签约入园企业 47 家, 新增签约投资额 47.80 亿元
和县区域	和县园区	机器人、集成电路、新能源汽车及零部件、新材料	新增签约入园企业 33 家, 新增签约投资额 50.00 亿元
舒城区域	舒城园区	集成电路、新型显示、智能终端	新增签约入园企业 26 家, 新增签约投资额 53.90 亿元

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2. 土地整理业务

跟踪期内，土地整理业务收入有所增长，对公司收入形成有益补充；随着园区拓展数量的增长，未来公司土地整理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出让事宜向地方政府提供专业顾问服务，协助地方政府拟定土地出让方案（草案），在该方案报当地政府或者有权批准的上级主管部门，批准实施后，协助地方政府组织土地出让工作，政府按照协议规定向公司支付土地整理费用，包括土地整理成本和土地整理收益两部分。2018 年公司土地整理业务实现营业收入 53.21 亿元，同比增长 11.28%，对公司营业收入形成有益补充。

截至 2018 年末，公司一级土地整理面积 957.80 万平方米，一级土地整理规划计容建筑面积为 916.82 万平方米，其中位于环北京区域的固安、来安、霸州、大厂的土地整理面积分别为 120.91 万平方米、92.74 万平方米、87.91 万平方米和 85.59 万平方米，比重相对较大。未来随着园区拓展数量的增长，公司土地整理业务规模将进一步增长。公司产业园区土地整理情况详见附件三。

房地产开发业务

跟踪期内，公司房地产业务合同销售面积和合同销售金额均有所增长，业务收入持续增长，毛利率显著提升，业务获利能力增强，但受环京区域调控政策趋严影响，平均合同销售价格有所下降，对未来房地产业务盈利的稳定性带来不利影响

公司房地产项目主要位于环北京、环上海等区域，园区基础设施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，有助于公司配套住宅的销售，但以环京为主的房地产调控政策对公司销售去化以及销售价格的稳定性带来一定不利影响。

2018 年，公司房地产开发业务实现营业收入 515.47 亿元，同比增长 78.17%，

主要是结转的房地产项目增多所致；毛利润 153.23 亿元，同比大幅增加 88.80 亿元；毛利率为 29.73%，同比增加 7.46 个百分点，主要是结转项目价格上涨所致。

表 7：2016 年~2018 年公司房地产销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016 年	2017 年	2018 年
合同销售面积	952.56	951.18	1502.85
合同销售金额	1005.49	1200.51	1292.68
平均销售价格	10555.66	12621.34	8601.57

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年，公司房地产开发业务完成合同销售面积 1502.85 万平方米，同比增长 58.00%；合同销售金额为 1292.68 亿元，同比增长 7.68%。从销售价格来看，2018 年公司房地产项目销售均价 8601.57 元/平方米，同比下降 31.73%，主要是一方面因公司继续推动异地复制、环京以外区域项目收入占比大幅提高；另一方面因以环京地区为主的限购、限贷等房地产调控政策趋严导致的部分项目销售价格有所下跌。

跟踪期内，公司房地产开发业务仍主要集中在环京地区，受区域内限购限贷政策的不利影响依然较大，土地储备整体较充裕，对业务持续发展提供一定支撑

截至 2018 年末，公司房地产在建项目合计 120 个，分布在国内 32 个城市，总建筑面积为 5528.43 万平方米，在建建筑面积为 2819.19 万平方米，在建面积规模较大。分区域看，环北京区域和环上海区域在建项目占比分别为 57.44%和 23.48%，其中固安、廊坊、来安、嘉善、香河和大厂的在建项目占比分别为 11.76%、6.93%、6.59%、6.28%、6.03%和 5.66%，比重相对较大。

表 8：截至 2018 年末公司房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	108.73	224.01	119.09	4.22	55.20	168.49
	北戴河新区	42.14	43.35	43.35	1.54	-	29.00
	大厂	278.76	703.76	159.54	5.66	537.19	456.06
	涿州	52.10	147.26	144.26	5.12	-	97.69
	丰台	13.88	58.74	58.74	2.08	-	89.77
	固安	546.17	1265.58	331.62	11.76	754.47	750.31
	邯郸	10.47	29.61	29.61	1.05	-	20.00
	怀来	88.00	186.59	140.79	4.99	45.80	123.87
	廊坊	214.98	554.76	195.25	6.93	202.16	312.57
	牛驼	33.98	48.08	41.06	1.46	4.94	56.68
	任丘	52.50	101.26	92.91	3.30	-	49.55
	文安	9.71	35.31	24.10	0.85	-	26.87
	香河	197.00	446.62	169.89	6.03	179.48	351.40
	永清	74.51	190.14	69.07	2.45	57.97	121.15
环上海	德清	6.40	15.43	15.43	0.55	-	7.50
	高淳	10.22	19.61	18.40	0.65	-	14.83

	和县	22.90	61.47	61.47	2.18	-	32.54
	嘉善	65.09	190.21	177.07	6.28	12.98	173.27
	嘉兴	21.15	58.09	58.09	2.06	-	52.46
	江宁	2.48	8.25	8.25	0.29	-	24.05
	来安	79.67	195.00	185.83	6.59	8.89	121.36
	溧水	20.55	56.03	56.03	1.99	-	43.92
	南浔	18.82	49.58	49.58	1.76	-	29.34
	无锡	3.84	15.82	15.82	0.56	-	8.77
	镇江	16.26	44.63	16.12	0.57	28.51	25.89
	江门	6.90	22.14	20.34	0.72	-	19.44
	沈阳	119.65	169.07	72.51	2.57	72.16	84.39
	舒城	47.07	102.62	102.62	3.64	-	47.02
其他区域	武汉	68.18	174.55	107.48	3.81	-	78.47
	武陟	63.40	136.68	113.25	4.02	-	68.71
	新郑	17.55	57.47	46.32	1.64	-	36.70
	长葛	9.66	17.06	17.06	0.61	-	7.21
	国际	192.02	99.68	58.27	2.07	-	56.08
合计	-	2514.76	5528.43	2819.19	100.00	1959.74	3585.37

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2018年末，公司房地产在建项目（见下表）总可预售面积1647.21万平方米，已预售面积为1502.85万平方米，剩余可售面积144.36万平方米，总体预售进度91.24%，处于较高水平。公司在建项目剩余可售面积主要位于环京区域，占比63.24%，其中环京区域的霸州、固安、香河、廊坊以及环上海区域的来安剩余可售面积占比分别为16.82%、14.98%、7.85%、7.43%和7.09%。

表9：2018年末公司房地产项目销售情况

单位：万平方米、%

所属区域	城市名称	业态	总可预售面积	已预售面积	剩余可售面积	预售进度
环北京区域	邯郸	住宅及配套	19.73	19.73	-	100.00
	天津	住宅及配套	0.08	0.08	-	100.00
	文安	住宅及配套	17.35	17.35	-	100.00
	永清	住宅及配套	17.37	16.82	0.54	96.87
	任丘	住宅及配套	16.46	15.80	0.66	96.01
	怀来	住宅及配套	118.02	111.96	6.06	94.86
	涿州	住宅及配套	19.97	18.70	1.27	93.62
	廊坊	住宅及配套	134.60	123.88	10.72	92.03
	北戴河新区	住宅及配套	24.51	22.49	2.03	91.74
	固安	住宅及配套	232.14	210.52	21.62	90.69
	大厂	住宅及配套	75.23	67.03	8.20	89.10
	香河	住宅及配套	70.65	59.31	11.33	83.96
	霸州	住宅及配套	66.14	41.86	24.28	63.29
	牛驼	住宅及配套	10.33	5.74	4.59	55.59
	环上海区域	嘉兴	住宅及配套	27.19	27.19	-
高淳		住宅及配套	27.54	27.54	-	100.00
德清		住宅及配套	18.76	18.76	-	100.00
和县		住宅及配套	15.63	15.63	-	100.00
环南京开发区		住宅及配套	52.30	52.30	-	100.00

其他 区域	无锡	住宅及配套	2.07	2.07	0.01	99.69
	南浔	住宅及配套	12.34	12.09	0.25	97.95
	嘉善	住宅及配套	63.98	60.13	3.85	93.98
	溧水	住宅及配套	19.58	17.80	1.77	90.94
	来安	住宅及配套	59.34	49.09	10.24	82.74
	镇江	住宅及配套	0.35	0.19	0.15	56.18
	获嘉	住宅及配套	18.65	18.65	-	100.00
	江门	住宅及配套	16.61	16.61	-	100.00
	舒城	住宅及配套	70.58	70.58	-	100.00
	长葛	住宅及配套	57.26	57.26	-	100.00
	新郑	住宅及配套	60.57	55.60	4.96	91.80
	武陟	住宅及配套	126.52	115.77	10.75	91.50
	沈阳	住宅及配套	54.42	49.79	4.63	91.49
	武汉	住宅及配套	66.00	58.84	7.16	89.15
	国际	住宅及配套	54.95	45.67	9.28	83.12
	合计	-	1647.21	1502.85	144.36	91.24

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，公司拟建项目规划计容建筑面积 546.96 万平方米，总建筑面积 653.82 万平方米，规划总投资额 272.18 亿元。公司拟建项目分布在国内 12 个城市或区域，其中位于廊坊、怀来、环南京开发区和武陟的总建筑面积占比分别为 44.69%、12.71%、8.00%和 7.42%，比重相对较大。整体来看，公司拟建项目大多位于环北京区域，受区域内房地产限购政策影响较大，预计拟建项目未来存在一定销售去化压力。

表 10：截至 2018 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	7.64	14.75	22.04	26.41
德清	2.29	8.01	8.01	4.60
高淳	18.00	22.00	25.10	8.10
怀来	55.41	83.11	83.11	32.00
环南京开发区	18.70	52.30	52.30	32.40
获嘉	8.40	16.91	18.65	7.83
廊坊	98.88	203.71	292.18	92.77
武汉	1.48	6.33	7.65	3.07
武陟	19.40	48.50	48.50	20.00
新郑	19.93	39.61	39.61	19.00
永清	4.67	8.34	11.62	8.35
长葛	17.36	43.40	45.06	17.65
合计	272.16	546.96	653.82	272.18

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地储备方面，截至 2018 年末，公司持有待开发的土地储备面积为 485.70 万平方米，其中权益面积为 440.38 万平方米；规划计容建筑面积约 916.82 万平方米。从土地储备的区域布局来看，公司土地储备主要位于环京地区的三四线城市，其中霸州、固安、昌黎、永清和涿州的土地储备面积分别为 105.95 万平方米、65.90 万平方米、50.46 万平方米、48.94 万平方米和 37.39 万平方米，占土地储备面积

分别为 21.81%、13.57%、10.39%、10.08%和 7.70%，比重相对较大。此外，公司 2018 年完成的一级土地整理面积 957.80 万平方米，随着一级土地开发阶段的完成，可以对公司房地产开发提供一定的土地储备保障。

跟踪期内，公司对外委托理财和委托贷款规模仍较大，存在或有负债及流动性风险

2018 年公司运用自有资金合计 22.50 亿元购买银行理财产品，截至 2018 年末公司银行理财产品均已到期，累计获得收益 0.12 亿元；此外，公司下属子公司环球产业投资有限公司出资 3.13 亿美元，委托 Wingskeno Limited 进行管理，用于购买固定收益类产品，预期收益率 7-10%，产品期限不超过 3 年。

同期，公司委托贷款发生额 3.98 亿元，截至 2018 年末委托贷款未到期余额 12.22 亿元，逾期未收回金额 14.59 亿元，包括对南京东方大唐置业有限公司提供的委托贷款 10.00 亿元、对长城重型机械制造有限公司提供的委托贷款 2.87 亿元。南京东方大唐置业有限公司和长城重型机械制造有限公司均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。

企业管理

跟踪期内，公司引入中国平安作为战略投资者，有利于公司丰富融资渠道以及优化治理水平

2018 年 8 月，华夏控股通过协议转让方式向平安资管转让公司部分股权，占公司总股本的 19.70%，转让完成后，平安人寿成为公司第二大股东；此外，2019 年 4 月，华夏控股通过协议转让方式向平安资管转让公司部分股份，过户完成后，平安人寿持有公司 25.21% 的股份，仍为公司第二大股东，平安人寿及平安资管合计持有公司 25.25% 的股份。公司控股股东和实际控制人未发生变化。

2018 年 10 月，公司召开了 2018 年第十次临时股东大会，会议通过了《关于修改公司章程的议案》和《关于选举董事的议案》。其中修改后的公司章程约定公司新增副董事长 1 人，由董事会以全体董事的三分之二以上（不含本数）选举产生；股东大会由董事长主持，董事长不能履行职务或不履行职务时，由副董事长主持；副董事长不能履行职务或不履行职务时，由半数以上董事共同推举的一名董事主持。董事会董事由 8 名增加至 9 名，其中独立董事 3 人。此外，在此次会议中，平安人寿向公司董事会提名的两位董事候选人孟森和王威当选为公司董事。

平安人寿入股公司后，在公司治理方面参与度较高，有助于提高公司治理水平，实现协同发展；此外，中国平安作为国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛的股份制保险公司，有利于丰富公司融资渠道，对公司融资环境的改善可以起到一定促进作用。凭借各自优势，中国平安和公司未来可在多领域开展相关合作。

财务分析

财务质量

公司提供了 2018 年及 2019 年 1~3 月合并财务报表，中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年财务数据进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，受会计政策变更影响，本报告中 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告追溯调整后的期初数。公司 2019 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

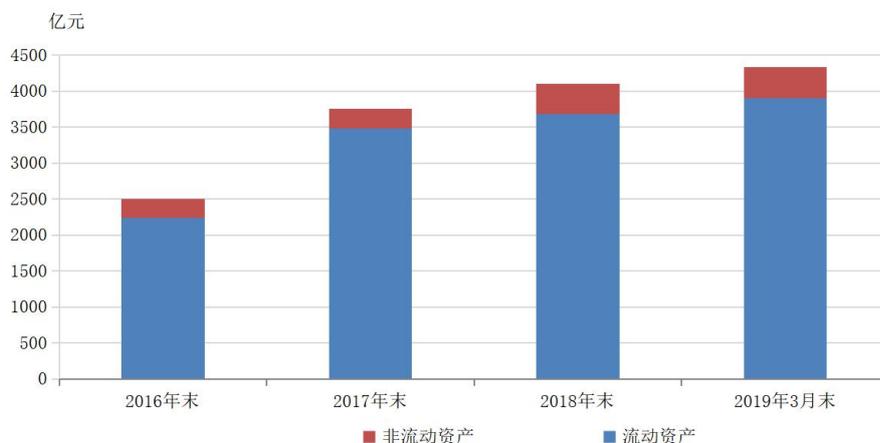
截至 2019 年 3 月末，公司纳入合并范围的直接控股子公司为 511 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产构成仍以流动资产为主，其中存货占比较大，应收账款大幅增长且部分款项账龄较长，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

2018 年末，公司资产总额为 4097.12 亿元，同比增长 8.99%，资产构成仍主要为流动资产，其中流动资产占比为 89.81%，非流动资产占比为 10.19%。2019 年 3 月末，公司资产总额为 4329.50 亿元，较 2018 年末增长 5.67%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 90.00%和 10.00%。

图 4：2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产构成

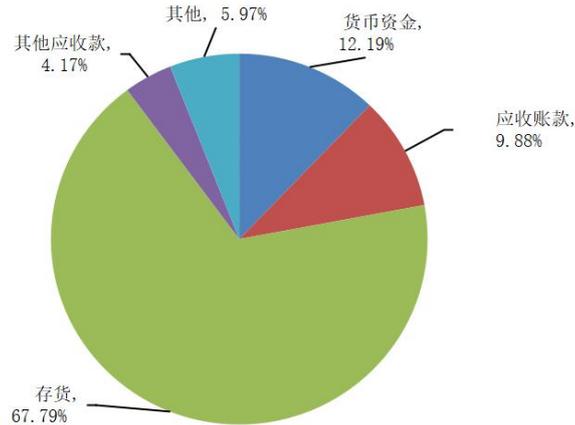


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

2018 年末，公司流动资产合计为 3679.60 亿元，其中存货、货币资金、应收账款占当期流动资产比重分别为 69.17%、12.85%和 9.36%。2019 年 3 月末，公司流动资产为 3896.39 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 67.79%、12.19%、9.88%和 4.17%。

图 5：截至 2019 年 3 月末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2018年末，公司存货账面价值为2545.23亿元，存货中开发成本、土地整理、基础设施建设、完工开发产品和工程施工的账面价值分别为1352.01亿元、732.27亿元、277.54亿元、88.58亿元和40.21亿元。存货同比增长10.76%，主要是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有所增加所致。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，为此，公司存货共计计提跌价准备12.12亿元，同比大幅增加7.78亿元，其中开发成本计提跌价准备11.59亿元。同期末，存货中受限资产为244.65亿元，占比9.61%，主要为长短期借款提供抵押。2019年3月末，公司存货的账面价值为2641.52亿元，较2018年末增长3.78%。

2018年末，公司货币资金期末余额为472.82亿元，同比减少30.58%，主要是期内归还到期债务所致；货币资金主要由银行存款、其他货币资金和库存现金构成，2018年末货币资金中银行存款和其他货币资金占比分别为93.96%和6.04%；货币资金中受限资产合计16.77亿元，占比3.55%，主要是农民工工资预储金、履约保证金及冻结资金等。2019年3月末，公司货币资金期末余额为474.81亿元，较2018年末小幅增长。

2018年末，公司应收账款账面余额为352.15亿元，计提坏账准备7.78亿元，应收账款账面价值为344.38亿元，同比增长82.11%，公司应收账款同比大幅增长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。账龄方面，2018年末按照信用风险特征计提坏账准备的应收账款中，账龄在1年以内应收账款占比63.57%，1至3年占比36.43%，公司对1至3年的应收账款计提了5%的坏账准备，合计6.34亿元。按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计214.67亿元，占比60.96%，均为地方政府单位。2019年3月末，公司应收账款的账面价值为384.79亿元，较2018年末增长11.74%。整体来看，跟踪期内公司应收账款增幅较大，部分款项账龄较长，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。

表 11：截至 2018 年末公司应收账款前五名情况

单位：亿元、%

单位名称	金额	账龄	占比
固安新兴产业示范财政分局	58.23	1 年以内	21.88
	18.82	1-2 年	
大厂回族自治县财政局	15.00	1 年以内	13.20
	31.49	1-2 年	
河北沙城经济开发区管理委员会	14.96	1 年以内	11.81
	26.63	1-2 年	
长三角嘉善科技商务区管理委员会	25.24	1 年以内	7.17
固安工业区财政分局	24.30	1-2 年	6.90
合计	214.67	-	60.96

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年末，公司其他应收款账面余额为 130.51 亿元，同比增长 23.27%，主要为支付的合作方往来款增加所致；其他应收款中保证金、合作方往来、押金和代垫款占其他应收款账面余额的比重分别为 54.62%、20.14%、10.18%和 8.96%；2018 年公司其他应收款计提坏账准备 7.47 亿元。2019 年 3 月末，公司其他应收款账面余额 162.37 亿元，较 2018 年末增长 24.41%。

2. 非流动资产

2018 年末，公司非流动资产为 417.51 亿元，同比增长 52.19%，主要是在建工程的大幅增加所致。截至 2018 年末，在建工程、无形资产、其他非流动资产和长期股权投资占比分别为 30.33%、12.80%、12.04%和 10.16%。2019 年 3 月末，公司非流动资产为 433.11 亿元，其中，在建工程、无形资产、固定资产和长期股权投资占比分别为 29.06%、12.51%、11.51%和 10.12%。

公司在建工程主要为其各产业园区的在建项目。2018 年末，公司在建工程账面价值 126.63 亿元，同比大幅增加 83.96 亿元，主要是在建项目增加所致，其中新增丽泽中铁物资项目的账面价值为 59.50 亿元。2019 年 3 月末，公司在建工程 125.86 亿元，较 2018 年末略有减少。

同期末，公司无形资产账面价值为 53.43 亿元，同比增长 2.89%，其中土地使用权、球员技术和软件的账面价值分别为 43.69 亿元、7.90 亿元和 1.83 亿元。其中由于借款抵押而受限的无形资产账面价值为 0.32 亿元，占比 0.59%。2019 年 3 月末为 54.17 亿元，较 2018 年末增长 1.38%。

2018 年末，公司其他非流动资产为 50.25 亿元，同比增长 74.86%，主要是公司子公司环球产业投资有限公司所购买的 3.13 亿美元的理财产品“财富聚-固收美元”所致。同期末，公司长期股权投资 42.43 亿元，同比增长 5.06%，均为对合营企业及联营企业进行的投资。

从当前资产受限及抵质押情况来看，2018 年末，公司受限资产账面价值 266.09 亿元，由货币资金、存货、固定资产和无形资产构成，占对应资产账面价值的比例为 8.52%，占总资产的比例为 6.49%。其中受限货币资金 16.77 亿元，主要为农民工工资预储金、履约保证金及冻结资金等；受限存货 244.65 亿元，用于长短期借款及一年内到期的非流动负债抵押；受限固定资产和无形资产系用于长期借款及一

年内到期的非流动负债抵押产生。具体情况见下表。

表 12：截至 2018 年末公司受限资产情况

单位：亿元、%

受限资产	账面价值	受限金额	受限比例
货币资金	472.82	16.77	3.55
存货	2545.23	244.65	9.61
固定资产	50.73	4.35	8.58
无形资产	53.43	0.32	0.59
合计	3122.21	266.09	8.52

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，受少数股东权益大幅减少影响，公司所有者权益有所下降；未分配利润持续增长，占所有者权益比重较大，对所有者权益的稳定性产生一定影响

2018年末，公司所有者权益为547.16亿元，同比减少23.02%，主要是少数股东权益减少所致，归属母公司所有者权益保持增长；所有者权益中未分配利润、少数股东权益和其他权益工具占比分别为51.84%、19.99%和16.45%。

2018年末，公司股本为30.03亿元，同比增长1.63%，主要是公司发行限制性股票所致；资本公积为23.54亿元，同比减少31.52%，主要是收购子公司少数股权所致；其他权益工具为90.00亿元，同比保持不变，为公司发行的可续期委托贷款，可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。

同期末，公司未分配利润为283.67亿元，同比增长40.15%，主要是净利润积累所致，未分配利润占所有者权益比重较大，对所有者权益的稳定性可能产生一定影响。

2018年末，公司少数股东权益为109.39亿元，同比大幅减少67.77%，主要系受资管新规等因素影响，公司与金融机构的合作项目大幅缩减，同时部分股权合作项目退出所致。

2019年3月末，公司所有者权益为550.98亿元，其中未分配利润、其他权益工具、少数股东权益占比分别为56.70%、16.33%和16.12%。

公司产业新城建设投资规模大、业务及回款周期较长，跟踪期内，随着产业新城的异地拓展，公司资产负债率有所提高，有息债务规模大幅增长，债务负担加重，债务结构仍以长期有息债务为主

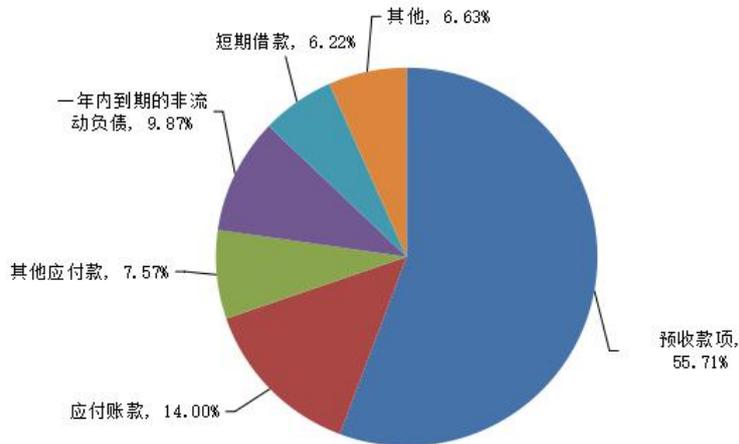
2018年末，公司负债总额为3549.96亿元，同比增长16.45%，其中流动负债和非流动负债占比分别为68.34%和31.66%。2019年3月末，公司负债总额为3778.52亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为69.18%和30.82%，负债结构仍以流动负债为主。

1. 流动负债

2018年末，公司流动负债为2425.95亿元，同比增长6.37%，流动负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，在流动负债中

分别占比 56.68%、13.58%、8.67%和 8.29%。2019 年 3 月末，公司的流动负债为 2614.46 亿元，较 2018 年末增长 7.76%，其中，预收款项、应付账款、一年内到期的非流动负债、其他应付款和短期借款的占比分别为 55.71%、14.00%、9.87%、7.57%和 6.22%。

图 6：2019 年 3 月末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司预收款项主要为房地产项目预收款，2018年末，公司预收款项期末余额为 1375.12 亿元，同比增长 3.80%；预收款项账龄在 1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年的预收款项占比分别为 47.18%、33.06% 和 17.62%。截至 2019 年 3 月末，公司预收款项账面余额为 1456.39 亿元，较 2018 年末增长 5.91%。

公司应付账款主要为工程未决算款。2018 年末，公司应付账款为 329.38 亿元，同比增长 29.56%，其中账龄在 1 年以内的占比 76.26%，账龄超过 1 年的重要应付账款为 14.14 亿元。2019 年 3 月末，应付账款为 365.92 亿元，较 2018 年末增长 11.09%。

2018 年末，公司一年内到期的非流动负债为 201.19 亿元，同比增长 3.57%，主要为一年内到期的长期借款，其中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为 174.47 亿元、19.00 亿元和 7.72 亿元；2019 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债进一步增长至 258.03 亿元。

同期末，公司其他应付款为 210.30 亿元，同比增长 26.43%，主要是其他暂收款、合作方往来和保证金的增加所致。2018 年末，公司短期借款为 41.82 亿元，同比减少 38.91%，其中抵押借款、保证借款、质押借款和信用借款分别为 21.95 亿元、15.73 亿元、2.50 亿元和 1.65 亿元，公司抵押借款的抵押物主要为公司存货。2019 年 3 月末，随着业务规模扩大导致融资需求增加，公司短期借款为 162.56 亿元，同比大幅增加 120.74 亿元。

2. 非流动负债

2018 年末，公司非流动负债为 1124.01 亿元，同比增长 46.34%，应付债券和长期借款在非流动负债中占比分别为 51.67% 和 47.18%。2019 年 3 月末，公司的非流动负债为 1164.37 亿元，较 2018 年末增长 3.59%，其中应付债券和长期借款占比分别为 51.02% 和 47.72%。

2018年末,公司应付债券期末余额为580.76亿元,同比增长49.04%,主要是公司新发行5期合计120.00亿元的公司债券、1期13.00亿元的私募债“18华夏04”、合计86.35亿元的优先票据,以及子公司九通基业投资有限公司(以下简称“九通基业”)发行的3期合计34.00亿元的私募债。截至2019年3月末,公司应付债券594.05亿元,较2018年末增长2.29%,变动幅度不大。

2018年末,公司长期借款期末余额为530.33亿元,同比增长43.05%,主要是为扩展产业新城异地项目的开发,大幅增加了银行借款。公司长期借款中保证借款、抵押借款和质押借款分别为357.55亿元、187.63亿元和159.62亿元,其中174.47亿元计入一年内到期的非流动负债。公司长期借款中抵押借款的抵押物主要为公司持有的存货、无形资产和固定资产等;保证借款主要由子公司九通基业和廊坊京御房地产开发有限公司(以下简称“京御地产”)提供保证担保;质押借款主要是公司以持有的京御地产、九通基业、三浦威特园区建设发展有限公司等部分股权作质押。截至2019年3月末,公司长期借款555.58亿元,较2018年末增长4.76%。

3. 债务负担

2018年末,公司资产负债率为86.65%,同比增加5.55个百分点;调整后的资产负债率³为66.02%,同比增加9.89个百分点;全部债务合计1481.68亿元,同比增长24.48%,主要是公司为了扩大产业新城项目的异地开发,通过融资渠道来支持新城项目开发的前期资金投入;其中,长期有息债务和短期有息债务占比分别为75.75%和24.25%,长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为67.23%和73.03%,同比分别提高15.32个百分点和10.42个百分点。

截至2019年3月末,公司的资产负债率为87.27%,较2018年末小幅增加;全部债务为1709.27亿元,较2018年末增长15.36%,其中短期有息负债为546.80亿元,长期有息债务为1162.47亿元,长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为67.84%和75.62%,较2018年末均有一定程度的提高。

表 13: 2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末公司债务结构情况

单位: 亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期有息债务	201.05	423.22	359.29	546.80
长期有息债务	521.06	767.08	1122.39	1162.47
全部债务	722.11	1190.30	1481.68	1709.27
长期债务资本化比率	57.81	51.92	67.23	67.84
全部债务资本化比率	65.50	62.63	73.03	75.62

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

从有息债务期限结构看,截至2019年3月末,公司1年内到期的有息债务546.80亿元,将于1~2年、2~3年和3~4年内到期有息债务分别为361.54亿元、402.87亿元和175.53亿元,存在一定集中偿付压力。

4. 对外担保

截至2018年末,公司对外担保合计5.25亿元,担保比率0.96%,其中为合营公司固安翌光科技有限公司、苏州火炬创新创业孵化管理有限公司分别提供了

³ 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。

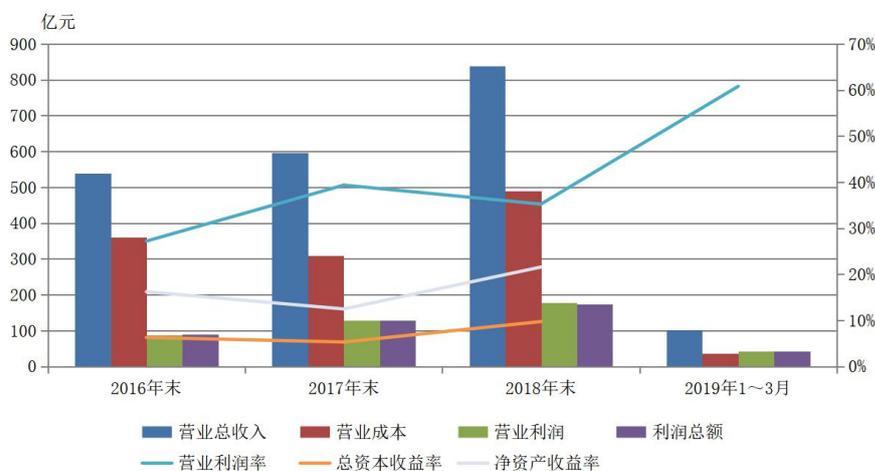
1.50 亿元和 0.40 亿元的担保，对联营企业南京空港会展投资管理有限公司、南京空港会展投资管理有限公司分别提供了 1.82 亿元和 1.53 亿元的担保。此外，公司为商品房购买人提供的阶段性担保额为 656.54 亿元。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额均有所增加，但资产减值损失大幅增长，对利润形成一定侵蚀，但盈利能力依然很强

2018 年，随着房地产项目结转收入的提升，公司实现营业收入 837.99 亿元，同比增长 40.52%；营业利润率为 35.23%，同比下降 4.12 个百分点，但仍保持较高水平。

图 7：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司期间费用为 109.03 亿元，同比增长 4.53%，在营业收入中占比 13.01%，同比下降 4.48 个百分点，公司期间费用控制能力有所提升。其中管理费用、销售费用和财务费用在期间费用中占比分别为 73.79%、17.26%和 8.83%。

表 14：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
销售费用	18.75	19.63	18.82	3.34
管理费用	36.23	74.88	80.45	10.97
研发费用	-	-	0.14	0.03
财务费用	5.63	9.80	9.63	3.78
期间费用合计	60.61	104.30	109.03	18.12
期间费用占营业收入比例	11.26	17.49	13.01	17.61

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年，公司资产减值损失为 25.25 亿元，同比大幅增加 16.93 亿元，其中存货跌价损失 9.30 亿元，以应收账款和其他应收款为主的坏账损失 13.70 亿元，公司资产减值损失大幅增加，对利润形成一定侵蚀。同期，公司公允价值变动收益

为 1.01 亿元，同比增加 0.88 亿元，均为按公允价值计量的投资性房地产所产生；投资收益为 16.14 亿元，同比大幅增加 8.80 亿元，主要是对外委托贷款取得的收益大幅增加所致，其中对外委托贷款取得的损益、委托他人投资或管理资产的损益分别为 11.70 亿元和 3.82 亿元。

2018 年，公司利润总额和净利润分别为 174.31 亿元和 118.03 亿元，同比分别增长 35.36% 和 33.13%；同期，总资本收益率和净资产收益率分别为 6.51% 和 21.57%，同比分别提升 1.21 个百分点和 9.10 个百分点，2018 年公司盈利能力有所增强。

2019 年 1~3 月，公司营业收入为 102.92 亿元，利润总额为 42.05 亿元；营业利润率为 60.79%。

现金流

跟踪期内，公司经营性现金流仍然呈现净流出，状况欠佳，投资活动净现金流净流出规模大幅减少，公司对外部融资依赖程度依然较高

2018 年，公司经营活动现金流入为 800.58 亿元，主要由房地产销售回款等构成；经营活动现金流出为 874.86 亿元，主要由产业新城投资建设支出构成；经营活动净现金流为 -74.28 亿元，净流出规模同比减少 88.00 亿元，主要是公司经营性支出减少所致，但受公司业务扩张，产业新城异地投资支出增加影响，经营性现金流仍然呈现净流出，状况欠佳。同期，现金收入比为 89.64%，同比减少 41.24 个百分点，经营现金获现能力减弱。

同期，公司投资活动现金流入 86.21 亿元，同比增长 5.97%；投资活动现金流出为 136.38 亿元，同比减少 51.58%，主要是收并购业务支出减少所致；投资活动产生的现金流量净额为 -50.17 亿元，净流出规模同比减少 150.13 亿元。

2018 年，公司筹资活动现金流入 774.37 亿元，同比减少 23.75%，主要是吸收少数股东投资大幅下降所致；筹资活动现金流出 839.27 亿元，同比增长 88.75%，主要是偿还债务导致支付的现金规模增加；受此影响，公司筹资活动净现金流为 -64.90 亿元，同比由大幅净流入转为净流出，但公司对外部融资依赖程度依然较高。

图 8：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流、筹资活动净现金流和投资活动净现金流分别为-154.54 亿元、-10.83 亿元和 165.32 亿元。其中，经营活动净现金流继续为负，主要是一方面每年一季度是公司预付工程款和土地款的集中期；另一方面系公司开始启动外地拓展后，加快产业新城的异地复制模式，大多区域目前属于资金投入期，同时公司的产业新城项目持续推进，造成公司 2019 年第一季度现金流出大于现金流入。此外，公司借款规模扩大导致筹资活动产生的现金流量净额规模较大。

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018 年末，公司流动比率、速动比率分别为 151.68% 和 46.76%，同比分别下降 1.13 个百分点和 5.28 个百分点。2019 年 3 月末，公司流动比率和速动比率分别为 149.05% 和 48.00%。2018 年，公司经营现金流动负债比为-3.06%。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 206.02 亿元，EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 分别为 2.59 倍和 7.19 倍，较 2017 年分别下降 0.10 个百分点和 0.49 个百分点。

表 15：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
流动比率	139.99	152.80	151.68	149.05
速动比率	47.72	52.04	46.76	48.00
经营现金流动负债比	4.86	-7.12	-3.06	-
EBITDA 利息倍数	2.17	2.69	2.59	-
全部债务/EBITDA	6.85	7.68	7.19	-

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

体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 2019 年 5 月 16 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还本付息。

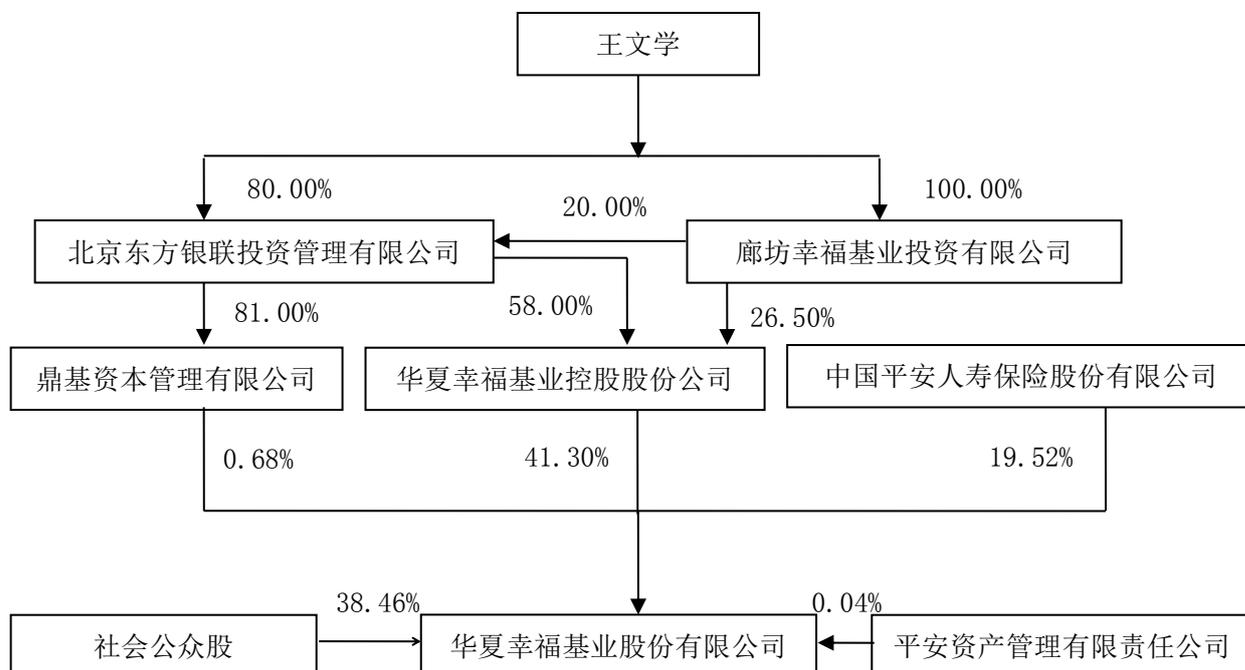
抗风险能力及结论

跟踪期内，公司产业新城建设业务仍保持很强的区域专营性和协同效应，市场竞争优势显著；跟踪期内，公司产业新城建设业务在深耕环北京区域的同时，异地复制持续推进，有利于业务的持续发展；受益于较强的招商引资能力和园区投资建设能力，跟踪期内公司签约入园企业数量和投资金额保持增长，产业发展服务收入有所提升；2018 年，公司房地产业务合同销售面积和合同销售金额均有所增长，毛利率显著提升，业务获利能力增强；跟踪期内，公司引入中国平安作为战略投资者，有利于公司丰富融资渠道以及优化治理水平。

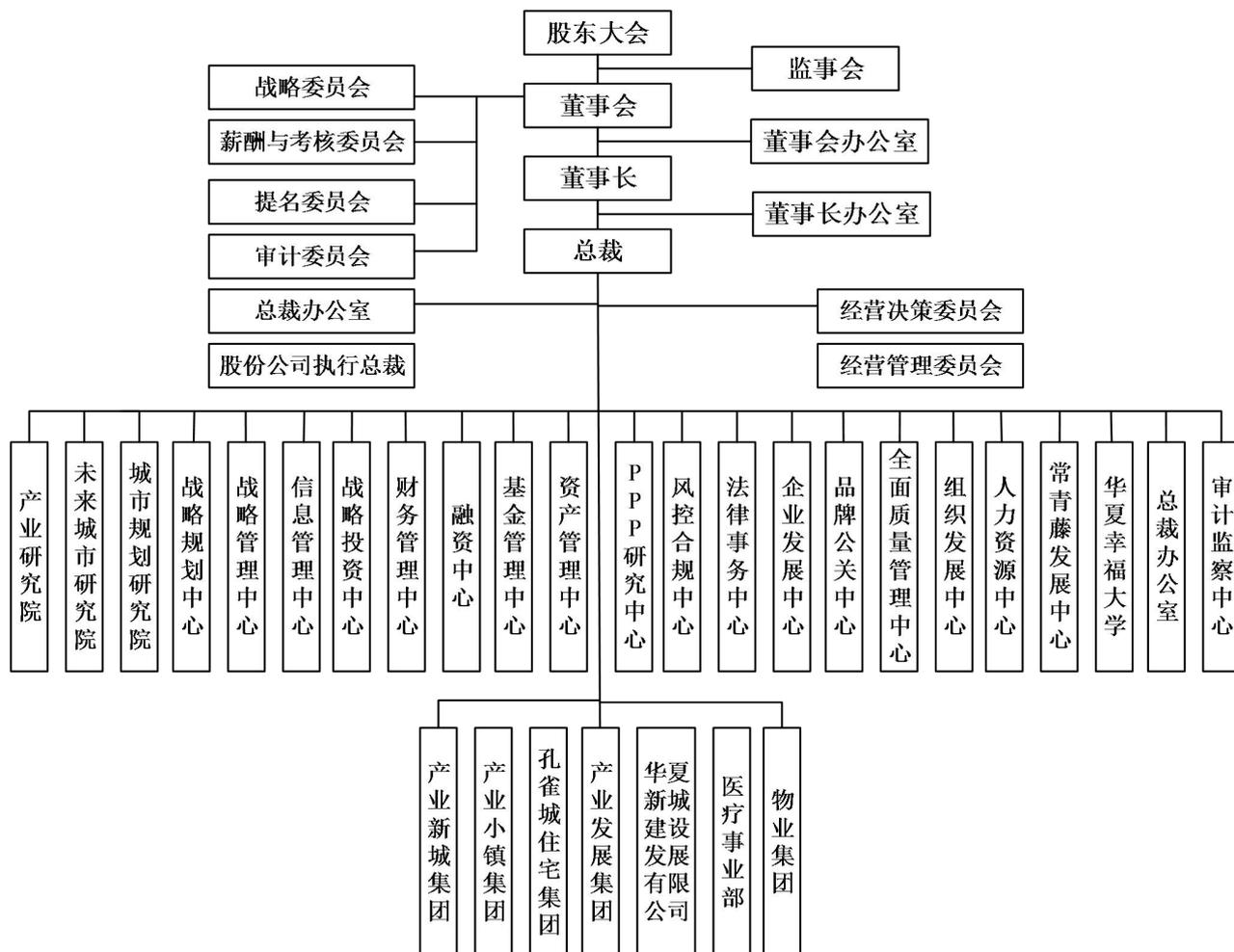
同时，东方金诚也关注到公司产业园区开发经营模式易受国家及地方政府相关政策、地方投融资环境的影响，仍面临一定复制难度；跟踪期内，公司房地产开发业务仍主要集中在环京地区，受环京区域限购限贷政策的不利影响依然较大；跟踪期内，公司应收账款大幅增加，部分款项账龄较长，未来回款主要来自地方政府土地出让收入，回款稳定性受区域房地产市场波动影响较大；2018 年，公司资产减值损失大幅增长，对利润形成一定侵蚀；跟踪期内，公司资产负债率有所提高，有息债务规模大幅增长，债务负担加重。

综上考虑，东方金诚维持华夏幸福主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“18 华夏 01”、“18 华夏 02”和“18 华夏 03”信用等级为 AAA。

附件一：截至 2019 年 3 月末华夏幸福股权结构图



附件二：截至2019年3月末华夏幸福组织结构图



附件三：截至 2018 年末公司产业园区土地整理情况

单位：平方米

区域	一级土地整理面积	一级土地整理规划计容建筑面积
固安	1209117.59	1601245.24
霸州	879128.55	1879111.74
永清	-	956954.57
文安	131266.67	139109.18
涿州	-	693449.94
大厂	855901.04	511216.94
香河	11333.00	681652.24
广阳	244288.33	-
廊坊开发区	294931.64	85943.54
广阳经开区	85200.00	-
安次	-	142717.54
北戴河新区	216883.95	-
昌黎	208573.31	581000.43
怀来	66000.33	363732.40
涿鹿	119293.20	-
滦平	151334.00	-
来安	927379.01	-
和县	44689.00	-
江宁	297333.48	-
南京开发区	466067.00	-
高淳	-	53329.52
溧水	70939.50	112443.38
嘉善	281300.67	169306.75
南浔	186666.00	337687.80
德清	99333.34	-
舒城	768451.00	212038.20
长丰	234465.00	-
肥东	92933.00	-
新郑	443335.55	-
长葛	181573.33	-
祥符	60666.67	-
嘉鱼	202523.00	-
团风	30000.15	-
文登	-	466876.00
蒲江	-	180420.43
彭山	318293.35	-
雨湖	70000.35	-
云龙	62666.98	-
苏家屯	266086.67	-
合计	9577954.66	9168235.84

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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	4550308.81	6810488.49	4728178.37	4748072.63
应收票据	6.00	-	-	-
应收账款	950077.53	1891031.77	3443766.21	3847898.00
预付款项	355132.99	162044.82	320079.42	538470.23
应收利息	19215.93	52199.32	28078.88	33441.82
其他应收款	693674.25	1058730.13	1305114.25	1623659.60
存货	14734474.93	22979438.54	25452267.97	26415212.44
一年内到期的非流动资产	300000.00	624044.83	201561.49	208061.49
其他流动资产	753226.86	1270650.52	1316990.64	1549055.26
流动资产合计	22356117.31	34848628.42	36796037.22	38963871.49
非流动资产：				
可供出售金融资产	68383.22	59530.15	65427.35	-
长期股权投资	118214.64	403843.28	424273.45	438251.53
投资性房地产	137326.81	292944.50	224630.00	224630.00
固定资产	267012.97	284216.65	507329.22	499137.60
在建工程	333848.62	426676.53	1266323.85	1258648.94
无形资产	614002.63	519304.36	534309.65	541679.36
商誉	32510.76	54161.69	50197.65	50197.65
长期待摊费用	140481.26	179027.90	276076.95	271060.38
递延所得税资产	127305.05	236267.47	324031.02	360399.45
其他非流动资产	795129.61	287394.06	502547.05	9807.17
非流动资产合计	2634215.57	2743366.61	4175146.19	4331126.07
资产总计	24990332.88	37591995.03	40971183.41	43294997.55

附件四：合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	30000.00	684578.15	418191.10	1625578.10
应付票据	129641.65	846702.84	912855.60	1012462.74
应付账款	2042543.02	2542204.06	3293806.51	2646775.55
预收款项	10254839.54	13247632.13	13751182.87	14563897.59
应付职工薪酬	94983.70	218584.08	204317.97	64719.13
应交税费	361813.11	525169.63	817808.48	896908.70
应付利息	98063.84	127622.83	172960.09	186821.21
其他应付款	1055512.36	1663407.66	2103003.34	1980130.25
一年内到期的非流动 负债	1722094.74	1942526.53	2011906.42	2580263.63
其他流动负债	180433.15	1007940.99	573450.72	584008.54
流动负债合计	15969925.12	22806368.90	24259483.10	26141565.42
非流动负债：				
长期借款	2029137.80	3707397.80	5303318.07	5555841.79
应付债券	3134166.39	3896706.03	5807551.77	5940545.54
长期应付款	47277.69	66693.24	120146.77	138215.68
专项应付款	4507.28	4187.28	-	-
递延收益	589.80	1171.68	1729.45	1714.61
递延所得税负债	719.20	691.13	7360.96	7360.96
其他非流动负债	839.07	-	-	-
非流动负债合计	5217237.23	7676847.15	11240107.02	11643678.59
负债合计	21187162.35	30483216.05	35499590.12	37785244.01
所有者权益(或股东权 益)：				
实收资本(或股本)	295494.67	295494.67	300325.17	300259.17
其他权益工具	100000.00	900000.00	900000.00	900000.00
资本公积	588225.88	343730.62	235391.99	178225.52
其他综合收益	24461.42	-110.60	-21926.68	-9141.36
盈余公积	110285.42	150514.24	191309.02	191309.02
未分配利润	1417623.88	2024015.79	2836699.50	3124059.85
归属母公司所有者权 益合计	2536091.26	3713644.73	4377649.95	4621439.64
少数股东权益	1267079.27	3393753.34	1093943.33	888313.90
股东权益合计	3803170.53	7107398.06	5471593.28	5509753.54
负债与股东权益合计	24990332.88	37591995.03	40971183.41	43294997.55

附件五：合并利润表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未经审计)
一、营业总收入	5382058.75	5963542.03	8379859.02	1029215.43
其中：营业收入	5382058.75	5963542.03	8379859.02	1029215.43
减：营业成本	3604515.42	3098618.70	4891884.18	357228.15
营业税金及附加	313477.05	518380.14	536030.38	46354.85
销售费用	187521.98	196292.93	188211.51	33385.11
管理费用	362275.69	748750.26	804485.05	109743.76
财务费用	56301.81	98002.61	96255.48	37775.76
资产减值损失	17636.31	83225.15	252528.21	21941.48
加：公允价值变动 收益	41497.01	1273.56	10072.87	-
投资收益	-	73447.96	161398.20	9441.72
二、营业利润	881827.50	1295614.97	1787110.46	426445.43
加：营业外收入	19809.05	7114.54	1546.05	1160.90
减：营业外支出	4084.77	14986.33	45586.33	7083.52
三、利润总额	897551.78	1287743.18	1743070.18	420522.80
减：所得税	280739.95	401209.72	562795.58	117839.66
四、净利润	616811.83	886533.47	1180274.60	302683.14
归属于母公司所 有者的净利润	649157.91	883956.96	1174579.25	296385.35
少数股东损益	-32346.08	2576.50	5695.35	6297.79

附件六：合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月(未经审计)
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	9013207.19	7804939.66	7511526.69	1565199.56
收到的其他与经营活动有关的现金	372570.38	354312.58	494290.80	49870.89
经营活动现金流入小计	9385777.57	8159252.24	8005817.49	1615070.45
购买商品、接受劳务支付的现金	6616087.82	7096249.61	5837048.02	2116743.20
支付给职工以及为职工支付的现金	463435.07	827778.31	1221287.22	352495.78
支付的各项税费	880539.01	1101211.12	1067495.99	486854.58
支付的其他与经营活动有关的现金	649409.25	756786.10	622767.50	204350.37
经营活动现金流出小计	8609471.15	9782025.14	8748598.73	3160443.93
经营活动产生的现金流量净额	776306.42	-1622772.90	-742781.24	-1545373.48
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	1200680.00	610312.00	481172.19	3000.00
取得投资收益所收到的现金	30984.74	41224.08	47816.72	5406.70
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	9746.12	2999.82	5542.30	2600.00
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	3053.46	268574.17	42793.47
收到的其他与投资活动有关的现金	175100.00	155946.21	59000.00	-
投资活动现金流入小计	1416510.86	813535.57	862105.38	53800.17
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	382001.53	493214.90	298782.28	10025.84
投资所支付的现金	1558003.03	652370.06	699318.63	139064.59
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	1269990.02	1472246.28	270796.96	13000.00
支付的其他与投资有关的现金	712748.25	198695.70	94862.78	-
投资活动现金流出小计	3922742.82	2816526.93	1363760.65	162090.43
投资活动产生的现金流量净额	-2506231.96	-2002991.36	-501655.27	-108290.26
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	1752924.82	4007084.83	431717.84	-
取得借款所收到的现金	2788627.80	4226827.89	4212049.92	2478648.55
发行债券收到的现金	2466896.50	1869612.63	3095633.74	835633.74
收到的其他与筹资活动有关的现金	108110.11	52695.08	4249.32	-
筹资活动现金流入小计	7116559.22	10156220.43	7743650.82	3314282.29
偿还债务所支付的现金	2988522.83	2052786.39	4468611.46	1126291.38
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	604960.46	751249.63	1149619.33	317901.98
支付其他与筹资活动有关的现金	983700.85	1642352.13	2774453.91	216927.49
筹资活动现金流出小计	4577184.14	4446388.15	8392684.70	1661120.85

筹资活动产生的现金流量净额	2539375.09	5709832.28	-649033.88	1653161.44
四、汇率变动对现金的影响额	3417.50	3952.71	33490.30	949.03
五、现金和现金等价物净增加额	2088020.72	2088020.72	-1859980.09	446.73

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	2016年	2017年	2018年
1、净利润	616811.83	886533.47	1180274.60
资产减值准备	17636.31	83225.15	252528.21
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	27197.34	31397.38	44200.55
无形资产摊销	31944.23	51308.26	55167.38
长期待摊费用摊销	19982.42	58791.69	77228.70
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-418.31	-11.46	3299.73
固定资产报废损失	-	-	-
公允价值变动损失（减：收益）	-	-1273.56	-10072.87
财务费用	80424.67	121537.89	92895.56
投资损失	-41497.01	-73447.96	-161398.20
递延所得税资产减少	-68190.35	-108726.66	-87948.53
递延所得税负债增加	-183.91	1930.72	3754.73
存货的减少	-4505638.82	-7931318.92	-2550660.89
经营性应收项目的减少	-119823.21	375757.24	-1824074.55
经营性应付项目的增加	4868071.08	5055686.05	1959694.33
其他	-150009.85	-174162.21	-742781.24
经营活动产生的现金流量净额	776306.42	-1622772.90	-1707892.51
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	4550308.81	6420487.47	4560507.37
减：现金的期初余额	3680167.43	4332466.74	6420487.47
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	870141.38	2088020.72	-1859980.09

附件八：主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
盈利能力				
营业利润率 (%)	27.20	39.35	35.23	60.79
总资本收益率 (%)	6.29	5.30	6.51	-
净资产收益率 (%)	16.22	12.47	21.57	-
偿债能力				
资产负债率 (%)	84.78	81.09	86.65	87.27
长期债务资本化比率 (%)	57.81	51.91	67.23	67.84
全部债务资本化比率 (%)	65.50	62.61	73.03	75.62
流动比率 (%)	139.99	152.80	151.68	149.05
速动比率 (%)	47.72	52.04	46.76	48.00
经营现金流动负债比 (%)	4.86	-7.12	-3.06	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.17	2.69	2.59	-
全部债务/EBITDA (倍)	6.85	7.68	7.19	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.24	-0.30	-0.08	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-22.46	-29.95	-8.85	-
运营效率				
销售债权周转次数 (次)	11.33	4.20	3.14	-
存货周转次数 (次)	0.49	0.16	0.20	-
总资产周转次数 (次)	0.43	0.19	0.21	-
现金收入比 (%)	167.47	130.88	89.64	152.08
增长指标				
资产总额年平均增长率 (%)	-	50.43	28.04	-
净资产年平均增长率 (%)	-	86.88	19.95	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	10.80	24.78	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	43.47	39.36	-

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: $\text{增长率}=\left[\frac{\text{本期}}{\text{前n年}}\right]^{1/(n-1)}-1\times 100\%$
利润总额年平均增长率	

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：企业主体及长期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。