

信用评级公告

联合〔2021〕415号

联合资信评估股份有限公司通过对华远地产股份有限公司及其拟发行的 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定华远地产股份有限公司主体长期信用等级为 AA，华远地产股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监

二〇二一年一月十五日

华远地产股份有限公司

2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华远地产股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为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”）旗下主要房地产业务运营主体之一，具有丰富的房地产开发经验以及良好的品牌影响力，近年签约销售金额持续增长。同时，联合资信也关注到房地产行业持续调控、公司债务负担较重、在建支出压力较大、所有者权益稳定性较弱等因素对其信用水平产生的不利影响。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较高。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望得到提升。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由北京金融街资本运营中心（以下简称“资本运营中心”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。资本运营中心作为北京市西城区重要的国有资本运营主体，品牌知名度较高，房地产项目区位优势明显，在金融街拓展区的土地一级开发和基础设施建设领域具有垄断优势，其担保显著提升了本期债券偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司的主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极强。

优势

1. 股东背景较强，支持力度较大。公司控股股东为北京市华远集团有限公司（以下简称“华远集团”），实际控制人为西城区国资委，股东背景较强。公司在资金流动性方面持续获得股东的支持。
2. 近年签约销售金额持续增长。公司近年签约销售面积和销售金额持续增长，为未来结转收入和利润的增长提供了基础。

债项概况：

本期债券发行规模：15 亿元

本期债券期限：3 年

担保方式：无条件不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还到期和回售的公司债券本金

评级时间：2021 年 1 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		4
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
股东背景较为雄厚，为公司在业务资源和资金上持续提供支持				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果。

分析师:

卢 瑞 登记编号 (R0040219010003)

张文韬 登记编号 (R0040219120001)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

3. **担保方实力较强。**担保方资本运营中心作为北京市西城区国资委下属的国有资本运营企业,持续获得西城区国资委在资本金注入、股权划转及政府补助等方面的支持,并建立了较强的品牌影响力,其担保对于本期公司债券信用水平具有积极作用。

关注

1. **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。在此背景下,公司仍处于战略扩张期,加大其经营风险。
2. **布局区域房地产市场景气度一般。**2017年以来,公司在天津、重庆、长沙和河北拿地较多,以上区域房地产市场景气度一般,未来可能有一定去化压力。
3. **在建项目支出压力较大。**截至2020年9月底,公司在建项目尚需投资261.15亿元,未来有较大资本支出压力。
4. **债务负担较重,偿债能力指标表现较弱,短期债务占比高,信托和其他类融资占比较高。**公司近年债务快速上升,债务负担较重,短期债务占比高,大部分债务将于两年内到期,长期和短期偿债能力指标表现较弱;有息债务中信托和其他类融资占比较高。

主要财务数据:

项目	合并口径			
	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产(亿元)	73.10	100.76	70.96	85.53
资产总额(亿元)	343.53	496.65	584.79	647.52
所有者权益(亿元)	77.42	85.72	92.47	92.77
短期债务(亿元)	45.34	149.48	179.03	178.43
长期债务(亿元)	131.43	135.01	147.70	157.38
全部债务(亿元)	176.77	284.48	326.73	335.81
营业收入(亿元)	99.04	68.31	74.22	27.55
利润总额(亿元)	16.10	10.55	10.01	3.14
EBITDA(亿元)	17.58	11.44	11.92	--
经营性净现金流(亿元)	6.84	-31.02	-42.55	19.47
营业利润率(%)	20.97	22.69	20.91	20.76
净资产收益率(%)	14.88	8.57	7.67	--
资产负债率(%)	77.46	82.74	84.19	85.67
全部债务资本化比率(%)	69.54	76.85	77.94	78.35
流动比率(%)	233.83	164.53	153.57	137.89
经营现金流动负债比(%)	5.09	-11.26	-12.37	--
现金短期债务比(倍)	1.61	0.67	0.40	0.48
EBITDA利息倍数(倍)	2.43	0.96	0.68	--

全部债务/EBITDA（倍）	10.06	24.87	27.40	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额（亿元）	147.35	182.33	224.17	215.11
所有者权益（亿元）	43.22	45.84	47.73	45.53
全部债务（亿元）	101.76	134.11	172.55	164.41
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.06	0.02
利润总额（亿元）	4.01	4.96	4.71	0.62
资产负债率（%）	70.67	74.86	78.71	78.83
全部债务资本化比率（%）	70.19	74.53	78.33	78.31
流动比率（%）	784.62	275.73	214.37	147.09
经营现金流负债比（%）	-189.03	-15.13	-45.51	--

注：1. 公司 2020 年 1-9 月财务报表未经审计；2. 合并报表其他应付款中 2017-2019 年的有息债务计入短期债务计算，2020 年 9 月底其他应付款中的有息部分实际主要在 1-2 年到期，计入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由华远地产股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

书 峰



联合资信评估股份有限公司

华远地产股份有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

一、主体概况

华远地产股份有限公司（以下简称“公司”或“华远地产”）前身为湖北幸福（集团）实业股份有限公司（以下简称“幸福实业”）。幸福实业于 1996 年经湖北省人民政府鄂（1996）38 号和鄂政函（1996）85 号文批准，由幸福实业集团公司、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，总股份 8,000 万股。1996 年经中国证监会批准，幸福实业于同年在上海证券交易所挂牌交易，股票代码为 600743.SH。2008 年，幸福实业经中国证监会批准，吸收合并北京华远地产股份有限公司，并于 2008 年完成登记，2008 年 10 月，幸福实业更名为现名。后经配股、增资，截至 2020 年 9 月底，公司注册资本增至 23.46 亿元。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”），持有公司 46.40% 股份，公司第三大股东为天津华远浩利投资股份有限公司，是由华远集团高管共同出资成立，与华远集团为一致行动人，持有公司 6.84% 股份，公司最终控制人为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“北京市西城区国资委”）。截至 2020 年 12 月 30 日，华远集团持有公司股份的 48.23% 已质押。公司股权结构见附件 1-1。

公司主营业务以房地产开发销售为主。

截至 2020 年 9 月底，公司内设六大中心，分别为财务中心、战投中心、运营中心、产品中心、人力行政中心和董事会事务中心；职能部门合计 17 个。区域公司方面，目前划分为四大区域，分别为京津冀区域、西部区域、华中区域和华南区域。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 584.79 亿元，所有者权益合计 92.47 亿元（含少数股东权益 9.58 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 74.22 亿元，利润总额 10.01 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 647.52 亿元，所有者权益 92.77 亿元（含少数股东权益 9.47 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 27.55 亿元，利润总额 3.14 亿元。

公司注册地址：北京市西城区北展北街 11 号华远企业中心 11#楼；法定代表人：王乐斌。

二、本期债券概况

经上海证券交易所审核，并经中国证监会于 2020 年 9 月 14 日印发的“证监许可（2020）2204 号”批复同意注册，公司获准向专业投资者公开发行面值总额不超过 64 亿元的公司债券。本期债券名称为“华远地产股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，拟发行不超过 15 亿元（含），发行期限为 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。

本期债券募集资金扣除发行费用后，将全部用于偿还到期和回售的公司债券本金。

本期债券由北京金融街资本运营中心（以下简称“资本运营中心”）提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较

多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降

6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和

16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企

业开工情况整体接近正常水平。1—9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI涨幅回落，PPI降幅收窄。2020年前三季度，CPI累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2增速有所回落。2020年9月末，社会融资规模存量280.1万亿元，较上年同期增长13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比

下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度，全国累计发行国债4.80万亿元，较上年同期（2.99万亿元）大幅增长；发行地方政府债券5.68万亿元，较上年同期（4.18万亿元）增长35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一

重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和社会经济发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设

资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情

的爆发,防疫物资需求短期内依然较为旺盛,支撑我国出口增速;另一方面,全球经济逐步恢复,海外需求上升支撑我国出口增速,联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%,较三季度收窄 4 个百分点;从主要发达经济体制造业 PMI 来看,经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

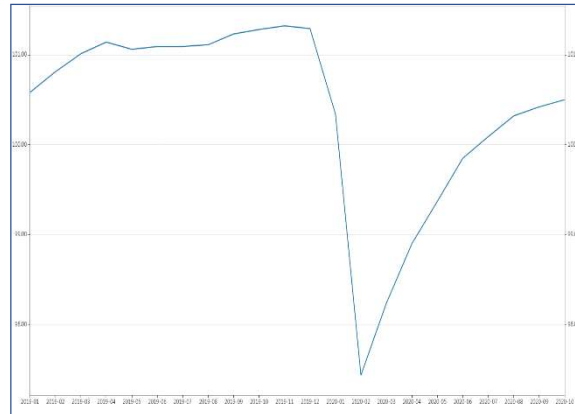
2019 年以来,中央坚持房地产调控政策的总基调不变,新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄,整体市场趋稳。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响,自 2020 年 3 月陆续复工以来,景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一,2019 年以来,各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看,中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来,促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野,压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。从具体调控方式上来看,有别于前期从“需求端”进行调控的思路,2019 年以来,调控政策加强了从“供给端”调控的力度,房地产行业实施了全面的融资政策调控,对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控,虽然 2019 年底政策面出现小幅宽松和边际调整,但在 2020 年初,“房住不炒”再次被明确,确立了稳地价、稳房价、稳预期的调控核心目标。

2020 年初,新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆,对房企一季度销售进度产生较大影响。同时,对在建项目开复工产生一定影响,大部分房企自三月底陆续部分恢复建设,整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力,较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调

节政策,一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响,促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来,全国房地产市场景气度逐步复苏,开发投资增速逐月提升,销售额增速由负转正,销售面积跌幅逐月收窄。

图 1 2019 年-2020 年 10 月全国房地产开发景气指数
(频率:月)



资料来源: Wind

房地产投资开发方面,2019 年,全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元,累计同比增长 9.90%,增速较 2018 年提升 0.40 个百分点,整体增速仍维持高位。其中,住宅开发投资完成额 9.71 万亿元,累计同比增长 13.90%,增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点;办公楼完成投资额 0.62 万亿元,累计同比增长 2.80%,增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点;商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元,累计同比下降 6.70%,相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。2020 年 1-9 月,全国房地产开发投资完成额 10.35 万亿元,累计同比增长 5.6%,增速较 2019 年下降 4.90 个百分点。其中,住宅开发投资完成额 7.66 万亿元,累计同比增长 6.1%。

施工方面,2019 年以来,新开工增速较 2018 年明显回落,竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看,2019 年,房屋新开工面积 22.72 亿平方米,同比增长 8.50%,增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点;在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下,2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米,同比增长 8.70%,增速相较 2018 年提升 3.50

个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。2020 年以来，受年初新冠肺炎疫情的影响，施工进度较 2019 年进一步放缓。具体来看，2020 年 1—9 月，全国房屋新开工面积 16.01 亿平方米，同比下降 3.4%，其中住宅新开工面积为 11.72 亿平方米，同比下降 4.2%。全国房屋施工面积 85.98 亿平方米，同比增长 3.1%，其中住宅施工面积 60.70 亿平方米，同比增长 4.0%。全国房屋竣工面积 4.13 亿平方米，同比下降 11.6%，其中住宅竣工面积 2.96 亿平方米，同比下降 10.5%。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线城市购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。2020 年 1—9 月，商品房销售面积 11.71 亿平方米，同比下降 1.8%；商品房销售额 11.56 万亿元，同比增长 3.7%。

2. 土地市场与信贷环境

2019 年，土地市场降温明显，受信贷政策维持紧缩影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款项为主的其他资金为主。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20% 的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00% 的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之在房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始随着小阳春行情的消退以及行业融资的再度收紧，土地市场同步降温。2020 年 1—9 月，房地产开发企业土地购置面积 1.50 亿平方米，同比下降 2.87%；土地成交价款 9315.51 亿元，同比增长 13.80%。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。2020 年 1—9 月，房地产开发到位资金合计 13.64 万亿元，同比增长 4.45%；从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 33.10%）、自筹资金（32.62%）、个人按揭（占 15.97%）和国内贷款（15.02%）为主。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

国内贷款	25,241.76	16.18	24,004.52	14.46	25,228.77	14.13	20,484.26	15.02
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10	93.71	0.07
自筹资金	50,872.22	32.60	55,830.65	33.64	58,157.84	32.56	44,485.11	32.62
其他资金	79,770.46	51.12	86,019.74	51.83	95,046.26	53.21	71,313.39	52.29
其中：定金及预收款	48,693.57	31.20	55,418.17	33.39	61,359.00	34.35	45,144.52	33.10
个人按揭	23,906.31	15.32	23,705.89	14.28	27,281.00	15.27	21,783.24	15.97
合 计	156,052.62	100.00	165,962.89	100.00	178,608.59	100.00	136,376.47	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，

短期政策出现边际调整。

2020 年以来，“房住不炒”再次被强调，在 3 月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及 4 月召开的中央政治局会议中，均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 2。

表 3 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，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
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到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
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施策”，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
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，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；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2019 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 3。

表 4 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③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
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 9 月底，公司控股股东华远集团持有公司 46.40%股份，公司第三大股东为天津华远浩利投资股份有限公司，是由华远集团高管共同出资成立，与华远集团为一致行动人，持有公司 6.84%股份，公司最终控制人为北京市西城区国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司品牌知名度较高，控股股东对其支持力度较大。

“华远”品牌创立于 20 世纪 80 年代，经营时间久，曾多次获得“中国房地产名牌企业”

“中国房地产区域房地产品牌价值 TOP10”“地产杰出贡献企业”“中国责任地产 TOP100”等荣誉，是在行业内外享有盛誉的老牌房企。

项目开发方面，公司陆续在北京开发了以盈都大厦、铭悦园、铭悦好天地、澜悦、和墅、西红世及华中心为代表的高品质项目，公司于 2006 年开始布局北京以外的区域，进入天津、长沙、西安、重庆、广州、佛山、涿州和银川等城市，业务集中度有所下降。2017—2019 年，公司分别实现并表口径签约销售金额 77.20 亿元、120.45 亿元和 150.77 亿元。

股东背景及股东支持方面，公司是北京市西城区国资委下属重要的房地产开发业务运营平台，公司控股股东华远集团为西城区国资委控股企业。华远集团对公司支持力度较大，每年为公司（含公司的控股子公司）提供一定额度的融资担保，截至 2019 年底，华远集团为公司（包含公司控股子公司）提供融资担保合计 7.36 亿元；另外，华远集团为公司提供股东借款，2017—2019 年底，华远集团为公司提供股东借款余额分别为 11.75 亿元、15.00 亿元和 8.00 亿元。

本期债券担保方资本运营中心为西城区国资委同一控制下企业。

3. 人员素质

公司高级管理人员整体素质较高，具有多年行业从业经验和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工构成较合理，能够满足目前经营需要。

截至2020年9月末，公司有董事9人，监事5人，高级管理人员7人。公司高级管理人员均有丰富的行业经验和管理经验。

王乐斌先生，1967年出生，硕士学历，2002年4月任西城区建委党组成员、副主任；2011年12月任西城区住房城市建设委党组副书记、主任；2012年3月兼任区重大办党组书记、常务副主任，区建设中心主任；2017年5月任月坛街道工委书记；2019年11月晋升为一级调研员；2020年12月1日起任华远集团党委书记、董事长；2021年1月至今任公司董事长。

李然先生，1973年出生，硕士学历，1994年加入公司，历任建功南里项目、西单文化广场项目、华清嘉园项目的项目经理、北京市首旅华远房地产开发有限公司项目总监等职务；2007年2月至2010年1月任北京市华远置业有限公司西安公司总经理；2010年1月至2018年2月任公司副总经理；2018年2月至今任公司董事兼总经理。

截至2020年9月末，公司在职工841人，其中工程人员占30.03%，技术人员占9.63%，销售人员占9.35%，财务人员占12.84%，运营管理人员占27.89%，其他人员（含物业、酒店及其他人员）占10.46%；从文化程度看，本科及以上学历占84.54%，大专学历占13.44%，大专以下学历人员占2.02%。从年龄来看，50岁及以上的占3.09%，30~50岁的占79.79%，30岁以下的占17.12%。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：4205080000007448），截至2021年1月5日，公司未结清信贷记录中不存在不良或关注类信贷信息，已结清中有4笔不良

借款，公司提供说明，均为借壳上市公司所产生。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司作为上市公司，法人治理结构比较完善，能够为公司正常经营提供保障。

公司根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和管理层组成的法人治理体系。

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。董事会成员9人，其中董事长1人，董事任期三年，任期届满时可以连任；董事会对股东大会负责，按相关规定行使职权。监事会5人，包括3名股东代表监事和2名职工代表监事，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。公司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。

2. 管理水平

公司内部管理制度较为健全，财务制度规范，整体管理运作情况良好。

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。公司制度明确了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，并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。

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。

在总部对城市公司的财务管理方面，公司制定了《总部对城市公司财务管理规定》，对适用范围、公司总部对城市公司的财务管理职责、城市公司的财务管理职责、会计机构及人员设置、会计政策和核算原则、资产管理、资金管理、预决算管理、会计档案管理、会计人员交接、管理控制与考核等做了全面细致的规定。

此外，公司的《公司章程》《股东大会议事规则》《董事会议事规则》对公司投融资事项及对外担保事项审批权限、审批程序进行了明确规定，公司的《财务管理制度》对投资、筹资、担保在审批权限、整体原则、具体执行、风险防范等方面做了进一步的详细规定。

七、经营分析

1. 经营概况

公司房地产主业地位突出，房地产业务收入受结转项目进度的影响有所波动，但综合毛利率水平较为稳定。

公司主营业务为房地产开发、销售及租赁，开发的产品涉及住宅、写字楼、商业、酒店等多种物业类型，以住宅为主。截至2020年9月底，公司已进入北京、天津、涿州、长沙、西安、重庆、广州、佛山、银川、石家庄以及任丘等共计11个城市。

2017—2019年，公司营业收入波动幅度较大，分别为99.04亿元、68.31亿元和74.22亿元，其中房地产开发产品业务收入占比均维持在90%以上，公司主营业务十分突出。

从营业收入构成来看，2017—2019年，受结转规模波动的影响，公司房地产开发产品业务收入波动下降。公司房地产租赁业务对收入贡献不大但近三年总体保持稳定。2018—2019年，公司酒店经营收入分别为1.91亿元和1.89亿元，基本保持稳定。

毛利率方面，2017—2019年，公司房地产

开发产品业务毛利率变化不大。2017—2019年，公司房地产租赁业务毛利率波动幅度较大，分别为38.65%、40.16%和19.77%，2019年租赁业务毛利率下降较快主要系当年四季度有新酒店开业，成本增加大于收入增加所致。在上述因素共同影响下，2017—2019年，公司综合毛利率波动下降，但保持在28%左右。

2020年1—9月，公司实现营业收入27.55亿元，同比减少12.77%，主要系受公司结转项目时点的影响。毛利率方面，2020年1—9月，公司综合毛利率为27.94%，较上年变化不大，但租赁业务毛利率转负，主要系新冠疫情期间公司进行租金减免所致。

表5 2017—2019年及2020年1—9月公司营业收入及毛利率情况

(单位：亿元、%)

业务类别	2017年			2018年			2019年			2020年1—9月		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
房地产开发	96.76	97.70	27.59	63.59	93.09	26.41	69.68	93.88	26.61	24.66	89.52	26.21
酒店经营	--	--	--	1.91	2.80	30.81	1.89	2.55	22.44	1.18	4.29	47.64
房地产租赁	1.36	1.37	38.65	1.23	1.80	40.16	1.31	1.77	19.77	0.38	1.39	-13.71
其他业务	0.92	0.93	--	1.57	2.30	--	1.33	1.79	--	1.32	4.80	54.72
合计	99.04	100.00	28.02	68.31	100.00	28.15	74.22	100.00	27.48	27.55	100.00	27.94

注：合计数与分项数之和的尾差系四舍五入产生

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 土地储备情况

公司近年来项目拓展力度有所加强，拓展区域以二线城市为主，相较于公司近年的销售均价，公司项目仍存在良好的获利空间；从近年开工力度来看，公司目前土地储备较少，有补库存需求。

拿地方式方面，公司主要通过公开市场招拍挂及股权收购等方式进行土地储备。

2017—2019年，为补充存货，公司拿地力度较大，拿地面积逐年上升，土地价款规模波动上升；新增土地楼面均价分别为0.43万元/平方米、0.47万元/平方米和0.36万元/平方米，从公司近年销售均价来看，土储楼面价处于合理水平。从区域来看，2017年，公司新增土地储备位于天津、西安、重庆和佛山；2018年，公司在天津、重庆、长沙、佛山、银川和涿州等地获取项目；2019年，公司拿地区域主要为重庆、银川、石家庄、任丘以及涿州。2020年1—9月，因新冠疫情，公司拿地较为谨慎，仅获取银川一块土地。

表6 2017—2019年及2020年1—9月公司拿地情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
----	-------	-------	-------	-----------

新增项目数(个)	6	12	7	1
新增土地规划建筑面积(万平方米)	131.28	202.47	239.59	21.99
新增土地储备价款(亿元)	56.62	94.96	87.24	3.99
新增土地楼面价(元/平方米)	4,312.90	4,690.21	3,641.13	1,816.87

注：统计口径为并表口径

资料来源：公司提供

2017年至2020年9月，公司拿地按土地面积计算，各城市占比如下表。其中天津、重庆、长沙和河北合计占67.92%，以上地区房地产景气度一般，公司可能面临一定去化压力。

表7 2017年至2020年9月公司拿地情况

(单位：%)

城市	占比
佛山	7.27
任丘	17.77
石家庄	7.94
天津	4.96
西安	3.46
银川	21.35
长沙	6.27
重庆	24.34

涿州	6.64
总计	100.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，公司拟建口径土地储备建筑面积合计 146.90 万平方米，与 2019 年新开工面积对比，可支持公司不到 1 年的开工需求，土地储备规模有待补充。

表8 截至2020年9月底公司土地储备情况

(单位：万平方米)

项目名称	位置	类型	土地面积	建筑面积	开发模式
银川长河湾	贺兰县金贵镇	住宅	33.21	40.30	自主
重庆春风度二期、三期	江津区滨江新城(德感片区)	住宅	33.57	58.71	自主
长沙海蓝城二期	长沙县远大路	住宅	7.91	31.89	合作
长沙华中心南区	天心区湘江中路	住宅、商业	5.78	16.00	合作
合计			80.47	146.90	--

资料来源：公司提供

3. 项目开发

近年来，公司新开工面积波动增长，项目竣工面积受到项目进度的影响有所波动。公司在建项目尚需支出金额较大，未来有一定资金支出压力。

公司采用总公司、区域公司、项目公司的三级管控模式，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由区域公司完成。公司对区域公司及下属项目的建设、销售等制定计划，进行管控指导并组织考核。

从产品业态来看，公司开发产品以刚需型的中档住宅为主，同时适量开发改善型的商品住宅和商业地产等其他业态产品。

2017—2019 年，受公司拿地节奏加快和施工证办理节点影响，公司新开工面积波动增长，其中 2018 年公司新开工面积大幅增长，主要系重庆海蓝城项目、天津栖塘项目、涿州海蓝城、华远景瑞海蓝城、长沙海蓝城一期、长沙华远华时代项目等多个项目开工所致。项目竣工方面，2017—2019 年，公司竣工面积分别为 82.10 万

平方米、74.00 万平方米和 92.00 万平方米，主要受项目进度影响有所波动。2020 年 1—9 月，公司依然保持较大的新开工力度，但因公司项目竣工主要在四季度，叠加新冠疫情影响，竣工面积较少。

表9 2017—2019年及2020年1—9月公司项目开发情况

(单位：万平方米)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
新开工面积	51.40	252.00	191.00	187.79
竣工面积	82.10	74.00	92.00	14.63
在建面积	172.60	338.00	456.00	552.72

注：期末在建面积=上期末在建面积+本期新开工面积-本期竣工面积，系在建面积含复工面积所致

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，公司在建项目 24 个，规划总投资 758.47 亿元，已投资 497.32 亿元，尚需投资 261.15 亿元，尚需支出金额较大。在建项目情况详见附件 2。

4. 项目销售

得益于推盘项目增加，近年公司销售面积和销售金额持续增长，销售均价波动上升，但回款率有所下降。

公司下辖项目的销售采用代理销售和自主销售相结合的形式，具体采用自主销售或代理销售视项目情况而定。公司会制定年度销售计划，并分解至季度和月度，落实到区域公司和项目公司，总公司营销部门负责计划的制定、销售监督、业绩考核和人员激励。2018 年以来，公司进入预售状态的项目数量增长较快，同时公司积极推盘，新增广州、重庆等区域市场的销售，有力提升了公司整体销售规模。2017—2019 年，公司签约销售面积持续增长，年均复合增长 34.99%；签约销售均价分别为 1.16 万元/平方米、1.26 万元/平方米和 1.24 万元/平方米，波动增长；签约销售金额持续增长，年均复合增长 39.75%。2020 年 1—9 月，公司签约销售面积和销售金额分别为上年全年的 74.46%和 70.67%，签约销售均价受销售区域变化影响较上年有所下降。公司 2019 年以来回款率较低，其中 2019 年主要系公司四季度推盘较多，还有部分写字

楼物业批量销售，回款较慢；2020年1-9月公司三季度销售占比较高，因此当期回款率偏低。

表10 2017-2019年及2020年1-9月公司房地产销售及结转数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
签约销售面积(万平方米)	66.70	95.39	121.54	90.50
签约销售额(亿元)	77.20	120.45	150.77	106.55
回款率(%)	110	88	73	73
签约销售均价(万元/平方米)	1.16	1.26	1.24	1.18
结转销售面积(万平方米)	70.67	65.58	71.02	18.36
结转销售额(亿元)	96.76	63.59	69.68	24.66
结转均价(元/平方米)	1.37	0.97	0.98	1.34

注：表中数据为并表口径；回款率包含跨期情况

资料来源：公司提供

销售区域分布方面，随着公司对北京以外区域的拓展，公司北京区域销售金额及占比均持续下滑，2017-2019年，北京区域实现签约销售额分别为12.60亿元、10.79亿元和7.67亿元，占总签约销售额的比例分别为16.32%、8.96%和5.09%。2019年，公司签约销售区域以长沙（占20.20%）、天津（占17.58%）、佛山（占12.35%）、广州（占11.41%）以及重庆（占10.74%）等为主。

5. 房地产租赁及酒店业务

公司租赁及酒店业务保持稳定，对收入形成稳定补充。2020年以来的新冠肺炎疫情或将对公司租赁及酒店业务形成短期的负面冲击。

公司持有物业主要以住宅配套的商业、写字楼为主。从租约期限来看，公司与租户签订的租约以5年以上的长期租约为主，租金以月付为主。2017-2019年，公司房地产租赁收入分别为1.36亿元、1.23亿元和1.31亿元，整体保持稳定。2018-2019年，公司酒店业务收入分别为1.91亿元和1.89亿元，主要来自长沙君悦酒店。

截至2020年9月末，公司用于出租经营的主要房产面积共计约17.34万平方米，已出租经营面积为16.60万平方米，出租率约为95.73%。

6. 关联交易

公司关联交易金额不大，从股东获得了一定资金支持。

2019年，公司从关联方采购商品、接受劳务4.89亿元，向关联方出售商品、提供劳务1.02亿元，金额不大。2019年公司从华远集团拆入资金11.00亿元，全部为向股东借款。

7. 经营效率

公司近年经营效率持续下降，经营效率指标处于行业中等偏下水平。

2017-2019年，公司流动资产周转次数分别为0.34次、0.18次和0.15次；存货周转次数分别为0.36次、0.18次和0.14次；总资产周转次数分别为0.32次、0.16次和0.14次，均呈下降趋势，主要系存货增长较快所致。与同行业上市房地产公司相比，公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业中等偏下水平。

表11 房地产开发类上市公司2019年经营效率指标

公司	流动资产周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
福星股份	0.25	0.27	0.19
荣安地产	0.22	0.18	0.21
格力地产	0.16	0.13	0.13
华远地产	0.15	0.14	0.14

注：为便于同业比较，表中数据统一取自Wind，和附件口径有一定出入

资料来源：Wind

8. 发展战略

公司将在深耕现有城市的基础上，择机进入经济基本面好、人口增长潜力大的城市。

公司战略布局为京津冀、西部、华中、华南四大区域。未来公司将继续发挥自身灵活优势，在控制险、巩固发展现有城市的基础上，重点关注符合国家发展战略的城市群，紧跟国家战略节奏。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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司 2017—2019 年度财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年三季度财务报表未经审计。公司执行最新的会计准则。

2017 年，公司通过非同一控制下企业合并的方式取得 6 家子公司，合并范围减少子公司 1 家。2018 年，公司通过非同一控制下企业合并的方式新增一家子公司；新设 10 家子公司，主要为项目公司。2019 年，公司合并范围新增 7 家子公司，注销 2 家子公司。2020 年 1—9 月，公司合并范围无变化。截至 2020 年 9 月底，公司合并范围子公司合计 65 家。总体看，随着公司近年来项目拓展的增长，公司合并范围子公司数量呈增长态势，考虑到公司主营业务未发生变化，财务数据仍具有一定的可比性。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 584.79 亿元，所有者权益合计 92.47 亿元（含少数股东权益 7.35 亿元）；2019 年公司实现营业收入 74.22 亿元，利润总额 10.01 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 647.52 亿元，所有者权益 92.77 亿元（含少数股东权益 9.47 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 27.55 亿元，利润总额 3.14 亿元。

2. 资产质量

随着项目的推进及土地购置的增加，公司资产总额保持快速增长态势。公司资产以流动性为主，其中存货占比很高。公司资产流动性较好，但受限程度较高，资产质量一般。

2017—2019 年末，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 30.47%，主要系公司项目的不断投入及土地购置增加所致。截至 2019 年底，公司合并资产总额 584.79 亿元，较年初增长 17.75%。其中，流动资产占 90.33%，非流动资产占 9.67%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。公司资产构成符合所处行业经营特征。

（1）流动资产

2017—2019 年末，公司流动资产连续增长，年均复合增长 29.69%。截至 2019 年底，公司流动资产 528.24 亿元，较年初增长 16.52%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 13.40%）和存货（占 81.16%）构成。

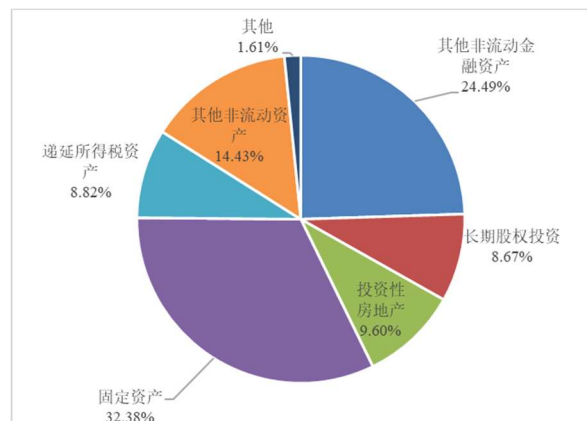
2017—2019 年末，公司货币资金波动减少，年均复合下降 1.61%。截至 2019 年底，公司货币资金 70.76 亿元，较年初下降 29.77%，主要系拿地支出及建设支出增加所致；货币资金中有 6.55 亿元受限资金，受限比例为 9.26%，主要为预售监管及共管资金。

2017—2019 年末，公司存货快速增长，年均复合增长 42.14%。截至 2019 年底，公司存货账面价值 428.70 亿元，较年初增长 34.43%，主要系拿地及项目陆续投入所致；存货中开发成本占 83.79%，开发产品占 16.21%，累计计提跌价准备 0.15 亿元。

（2）非流动资产

2017—2019 年末，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 38.50%。截至 2019 年底，公司非流动资产 56.56 亿元，较年初增长 30.58%，主要系其他非流动金融资产增长所致。公司非流动资产主要构成如下图所示。

图 2 截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019 年末，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 18.10%。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 18.31 亿元，较年初增长 37.26%，主要系在建酒店达到使用状态转固所致；固定资产主要由房屋及建筑物、办公设备及其他构

成，累计计提折旧 1.47 亿元，成新率 92.57%。

2017—2019 年末，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 58.78%。截至 2019 年，公司长期股权投资 4.90 亿元，较年初增长 33.96%，主要系权益法核算的长期股权投资利润增加所致。公司长期股权投资主要为对联营企业投资，期末余额较大的主要为天津兴泰聚成置业有限公司（2.67 亿元）。

公司投资性房地产采用成本模式计量。2017—2019 年末，公司投资性房地产有所下降，年均复合下降 3.93%。截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 5.43 亿元，较年初下降 1.91%，较年初变化不大。投资性房地产主要为房屋及建筑物，累计折旧和摊销 0.58 亿元。

2018 年，公司新增其他非流动资产 8.42 亿元。截至 2019 年底，公司其他非流动资产 8.16 亿元，较年初小幅下降 3.10%。其他非流动资产主要为北京西红世项目，因该项目规划条件不符合销售条件，将其归入其他非流动资产，公司拟择机进行整体处置。。

截至 2019 年底，公司其他非流动金融资产 13.85 亿元，主要系执行新金融工具准则重分类所致，主要为认购的各类基金份额。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 647.52 亿元，较上年底增长 10.73%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 92.32%，非流动资产占 7.68%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。其中货币资金较年初增加 20.86%，主要系公司当年拿地较少，经营活动现金净流入所致。其他非流动金融资产较年初减少 55.10%，主要系公司作为有限合伙人赎回上海中城年代股权投资基金管理有限公司旗下基金份额所致。

截至 2020 年 9 月底，公司受限资产规模为 256.24 亿元，主要为货币资金（3.45 亿元）、存货（225.18 亿元）、固定资产（17.43 亿元）、投资性房地产（0.21 亿元）和长期股权投资（9.97 亿元）。受限资产占总资产的 39.57%，受限比例较高。

3. 资本结构

（1）所有者权益

近年公司所有者权益持续增长，所有者权益构成中未分配利润占比相对较高，所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年末，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 9.29%。截至 2019 年底，公司所有者权益 92.47 亿元，较上年底增长 7.88%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 89.64%，少数股东权益占比为 10.36%。在所有者权益中，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 25.37%、13.55%、4.36%和 46.36%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益 92.77 亿元，较上年底增长 0.33%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 89.79%，少数股东权益占比为 10.21%。在所有者权益中，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 25.29%、13.50%、4.35%和 46.66%。所有者权益结构稳定性一般。

（2）负债

公司有息债务中短期债务占比较高，债务结构有待优化，整体债务负担较重，且随着公司项目的拓展力度加强，公司资金需求将持续增长，债务负担仍有进一步增长的可能。公司目前存续债券规模较大，存在一定的刚性兑付压力。

2017—2019 年末，公司负债总额连续增长，年均复合增长 36.02%。截至 2019 年底，公司负债总额 492.32 亿元，较年初增长 19.80%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 69.87%，非流动负债占 30.13%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2017—2019 年末，公司流动负债快速增长，年均复合增长 60.04%。截至 2019 年底，公司流动负债 343.98 亿元，较年初增长 24.84%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致。流动负债主要由预收款项（占 29.67%）、其他应付款（合计）（占 19.80%）和一年内到

期的非流动负债（占 39.59%）构成。

2017—2019 年末，公司预收款项快速增长，年均复合增长 74.11%，主要系预收售房款增长所致。截至 2019 年底，公司预收款项 102.07 亿元，较年初增长 42.68%，系销售增长所致。

2017—2019 年末，公司其他应付款（合计）快速增长，年均复合增长 37.77%。截至 2019 年底，公司其他应付款（合计）68.12 亿元，较年初下降 15.70%，主要系合作项目关联往来款减少所致。按性质划分，其他应付款主要为关联往来款（57.65 亿元），其他应付款主要为与合作方和公司股东的往来借款。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 106.16%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 136.20 亿元，较年初增长 53.53%，系长期借款和应付债券将于一年内到期的部分转入所致。

2017—2019 年末，公司非流动负债连续增长，年均复合增长 6.09%。截至 2019 年底，公司非流动负债 148.34 亿元，较年初增长 9.55%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 47.83%）和应付债券（占 51.74%）构成。

2017—2019 年末，公司长期借款快速增长，年均复合增长 13.95%。截至 2019 年底，公司长期借款 70.95 亿元，较年初增长 9.68%，主要由抵押借款和保证借款构成。

2017—2019 年末，公司应付债券波动减少，年均复合下降 0.02%。截至 2019 年底，公司应付债券 76.75 亿元，较年初增长 9.15%，主要系新发行债券所致。截至 2019 年底，公司存续债券期限主要集中在 2~3 年期。

有息债务方面，2017—2019 年末，公司全部债务持续增长，分别为 176.77 亿元，284.48 亿元和 326.73 亿元，年均复合增长 35.95%。从债务指标看，2017—2019 年末，公司资产负债率分别为 77.46%、82.74%和 84.19%，三年加权平均值为 82.41%，持续增长；全部债务资本化比率分别为 69.54%、76.85%和 77.94%，三年加权平均值为 75.93%，持续增长；长期债务资本

化比率分别为 62.93%、61.17%和 61.50%，三年加权平均值为 61.68%，波动下降。

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额 554.75 亿元，较上年底增长 12.68%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 78.15%，非流动负债占 21.85%，仍以流动负债为主，但流动负债占比上升较快。其中应付账款较年初增加 27.68%，主要系当年到达结利期项目增加，公司进行预提成本所导致。应付债券较年初减少 60.33%，主要系本期公司偿还公司债券及重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 335.81 亿元，较上年底增长 2.78%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占 53.13%，长期债务占 46.87%，以短期债务占比较高。其中，短期债务 178.43 亿元，较上年底下降 0.33%；长期债务 157.38 亿元，较上年底增长 6.55%。从债务指标来看，截至 2020 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 85.67%、78.35%和 62.91%，较上年底分别提高 1.49 个百分点、提高 0.41 个百分点和下降 1.42 个百分点。公司剔除合同负债后的资产负债率 81.11%，净资产负债率 269.78%，现金短期债务比 0.48。从债务到期情况看，公司大部分有息债务将在两年内到期。此外，公司全部债务中信托和其他融资占 36.25%，占比较高。

表 12 截至 2020 年 9 月底公司有息债务到期情况
(单位：亿元、%)

项目	1 年以内	1~2 年	2 年以上
银行贷款	30.26	21.62	26.55
债券融资	122.72	12.96	--
信托融资	13.81	14.08	--
其他融资	11.49	54.28	28.06
合计	178.28	102.92	54.61
占比	53.09	30.65	16.26

注：1. 表中合计数与加总有差异，系四舍五入所致；2. 债券到期情况按考虑回售的情况统计；3. 公司将应付票据放入 1~2 年到期
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

受结转项目波动的影响，公司近年来营业

收入有所波动，2019 年非经营性损益对利润的影响不大，整体盈利能力尚可。

2017—2019 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 13.43%；公司营业成本亦波动下降，年均复合下降 13.11%。2019 年，公司实现营业收入 74.22 亿元，同比增长 8.64%，主要系结转规模增加所致；实现营业利润 10.05 亿元，同比下降 8.03%，主要系期间费用增加所致。

2017—2019 年，公司期间费用总额连续增长，年均复合增长 38.04%。具体来看，随着销售金额的增长，销售费用持续增长，年均复合增长 58.82%；管理费用波动增长，年均复合增长 7.40%；随着债务的快速增加，财务费用波动增长，年均复合增长 75.37%。2019 年，公司期间费用总额为 9.57 亿元，同比增长 72.90%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 52.01%、30.00%和 17.99%，销售费用占比较高。

公司 2017—2018 年非经常性损益金额较小。2019 年公司公允价值变动收益 1.77 亿元，主要为衍生金融工具产生的公允价值变动收益，占营业利润比重为 17.61%，投资收益 2.64 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益，占营业利润比重为 26.28%，对营业利润影响较大。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 20.97%、22.69%和 20.91%，波动下降；公司总资产收益率分别为 5.00%、2.10%和 2.00%，连续下降；公司净资产收益率分别为 14.88%、8.57%和 7.67%，连续下降。公司盈利指标整体表现尚可。从与同业上市公司对比来看，公司销售毛利率处于中游水平，总资产报酬率处于下游水平，净资产收益率处于中上游水平。

表13 房地产开发类上市公司2019年盈利指标

(单位：%)

公司	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
福星股份	24.66	2.82	5.41
荣安地产	41.61	7.02	32.98
格力地产	30.07	2.51	6.56
华远地产	27.48	1.98	9.39

注：为便于同业比较，表中数据统一引自 Wind，和附件口径有一定出入
资料来源：Wind

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 27.55 亿元，较上年同期下降 12.77%，主要系结转项目规模波动所致。实现利润总额 3.14 亿元，同比下降 1.33%，变化不大。

5. 现金流

2017—2019 年，公司经营活动现金流入规模较大，随着公司拿地及项目投入的增长，公司经营活动净现金流量转为净流出，难以覆盖投资活动资金需求，现金流的平衡需要依赖于外部融资。2020 年 1—9 月，公司减少拿地，经营活动现金流转为净流入。

表 14 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司现金流量情况

(单位：亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	175.80	206.53	190.02	113.86
经营活动现金流出小计	168.96	237.55	232.57	94.39
经营现金流量净额	6.84	-31.02	-42.55	19.47
投资活动现金流入小计	15.21	0.98	3.09	8.44
投资活动现金流出小计	12.91	4.67	12.91	0.63
投资活动现金流量净额	2.30	-3.69	-9.82	7.81
筹资活动前现金流量净额	9.14	-34.71	-52.37	27.28
筹资活动现金流入小计	81.75	115.74	186.86	106.93
筹资活动现金流出小计	72.71	56.65	166.69	116.34
筹资活动现金流量净额	9.04	59.09	20.17	-9.41

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量年均复合增长 3.97%，近年公司销售金额增长较快，但回款率有所下降。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量年均复合增长 17.32%，主要系拿地力度上升所致。2017—2019 年，公司经营活动现金净额由正转负。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量年均复合下降 54.93%，其中 2017 年收回的理财产品规模较大，导致当年基数较大。2017—2019 年，公司投资活动现金流出量波动较大，主要系 2017 年和 2019 年认购理财和金融类资产规模较大所致。2017—2019

年，公司投资活动现金净额由正转负。

筹资活动前现金流量净额方面，2017—2019年，公司筹资活动前现金流量净额分别为9.14亿元、-34.71亿元和-52.37亿元，筹资压力大。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量年均复合增长51.19%。2017—2019年，公司筹资活动现金流出量年均复合增长51.41%。2017—2019年，公司筹资活动现金流均为净流入。

2020年1—9月，因公司减少拿地力度，公司经营活动现金流量净流入19.47亿元；投资活动现金流量净额7.81亿元，筹资活动现金流量净额-9.41亿元。

6. 偿债能力

公司短期和长期偿债指标均较弱，考虑到公司作为西城区国资委主要的房地产业务开发运营主体，在项目资源、股东借款等方面能得到华远集团的支持，公司实际偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年末，公司流动比率连续下降，分别为233.83%、164.53%和153.57%；速动比率连续下降，分别为75.85%、48.79%和28.94%。公司流动资产对流动负债的保障程度较弱。2017—2019年末，公司现金短期债务比分别为1.61倍、0.67倍和0.40倍，连续下降，近两年现金类资产对短期债务的保障程度较弱。截至2020年9月底，公司流动比率为137.89%，速动比率为30.54%，现金短期债务比为0.48倍。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为17.58亿元、11.44亿元和11.92亿元，波动下降。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为2.43倍、0.96倍和0.68倍，持续下降，EBITDA对利息的覆盖程度较低；全部债务/EBITDA分别为10.06倍、24.87倍和27.40倍，持续增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2020年6月底，公司为银行向商品房购买人发放的余额为47.22亿元抵押贷款提供保证。截至2020年9月底，公司对控股股东华远集团提供担保余额合计10.65亿元，占公司净资产的11.48%。总体看，公司或有负债风险较小。

截至2020年6月底，公司作为被告涉及的未决诉讼标的金额为0.29亿元，占公司净资产比重很小。

截至2020年9月底，公司合并口径主要合作金融机构人民币授信总额为244.76亿元，其中未使用额度为44.78亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司为A股上市公司，直接融资渠道较畅通。

7. 母公司财务分析

母公司资产绝大部分为流动资产，主要为其他应收款，货币资金很少；负债中流动负债和非流动负债占比均衡，债务负担较重。母公司营业收入很小，利润主要来源于投资收益。

2017—2019年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长23.34%。截至2019年底，母公司资产总额224.17亿元，较上年底增长22.94%。其中，流动资产213.70亿元（占比95.33%），非流动资产10.47亿元（占比4.67%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占99.19%）构成；非流动资产全部由长期股权投资构成。截至2019年底，母公司货币资金为1.14亿元。

2017—2019年末，母公司负债持续增长，年均复合增长30.17%。截至2019年底，母公司负债总额176.43亿元，较上年底增长29.26%。其中，流动负债99.69亿元（占比56.50%），非流动负债76.75亿元（占比43.50%）。从构成看，流动负债主要由一年内到期的非流动负债（占96.10%）构成，非流动负债全部由应付债券构成。母公司2019年底资产负债率为78.71%，较上年底提高3.85个百分点。截至2019年底，母公司全部债务172.55亿元。其中，短期债务占55.52%、长期债务占44.48%。截至2019年底，

母公司全部债务资本化比率 78.33%，母公司债务负担重。

2017—2019 年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长 5.09%。截至 2019 年底，母公司所有者权益为 47.73 亿元，较上年底增长 4.13%。在所有者权益中，股本为 23.46 亿元（占 49.15%）、资本公积合计 12.53 亿元（占 26.25%）、未分配利润合计 7.71 亿元（占 16.14%）、盈余公积合计 4.03 亿元（占 8.45%）。母公司所有者权益稳定性较强。

2017—2018 年，母公司无营业收入。2019 年，母公司营业收入为 0.06 亿元，利润总额为 4.71 亿元。2019 年，母公司投资收益为 5.00 亿元。

2017—2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额波动减少，分别为-32.98 亿元、-9.43 亿元和-45.37 亿元；投资活动产生的现金流量净额持续增长，年均复合增长 578.44%；筹资活动产生的现金流量净额持续下降，年均复合下降 18.25%，但保持净流入。

截至 2019 年底，母公司资产占合并口径的 38.33%；母公司负债占合并口径的 35.84%；母公司全部债务占合并口径的 52.81%；母公司所有者权益占合并口径的 51.62%。2019 年，母公司营业收入占合并口径的 0.09%；母公司利润总额占合并口径的 47.04%。

九、本期公司债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较高。

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务合计 335.81 亿元。本期债券规模为不超过 15.00 亿元，相对于公司债务规模，本期债券发行规模对公司影响不大。

以 2020 年 9 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 85.67%、78.35%和 56.49%上升

至 86.00%、79.09%和 59.35%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。但考虑到募集资金将用于偿还到期和回售的公司债券本金，公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

从截至2019年底，公司现金类资产为70.96亿元，为本期债券发行额度（15.00亿元）的4.73倍；2019年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为190.02亿元、-42.55亿元、11.92亿元，为本期债券发行额度（15.00亿元）的12.67倍、-2.84倍和0.79倍。

十、债权保障条款

本期债券由资本运营中心提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人保证的范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。如华远地产不能按期兑付本期债券本金及存续期间利息，担保人应按约定承担担保责任，将兑付资金划入债券登记机构或债券受托管理人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。债券受托管理人有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。

资本运营中心成立于1992年9月，前身为北京市西单商业区建设开发公司（以下简称“西单资本运营中心”），初始注册资本为2000万元，系由北京市西城区商业委员会组建和主管，并由西城商业网点管理层和西城区财政局出资设立的全民所有制企业。历经多次增资，截至2020年3月底，资本运营中心注册资本271.73亿元，实收资本272.98亿元，西城区国资委是资本运营中心唯一出资人和实际控制人。

截至2019年底，资本运营中心资产总额2783.53亿元，所有者权益856.36亿元（其中少数股东权益475.98亿元）。2019年，资本运营中心实现营业总收入481.62亿元，利润总额63.42亿元。

经联合资信于 2020 年 6 月 12 日评定，资本运营中心主体长期信用等级为 AAA，评级展

望为稳定，该信用等级反映了资本运营中心的担保代偿能力极强，风险极低，其担保显著提升了本期债券偿付的安全性。（详情见北京金融街资本运营中心2020年度第一期中期票据信用评级报告）

十一、结论

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，具有丰富的房地产开发经验以及良好的品牌影响力，近年签约销售金额持续增长。同时，联合资信也关注到房地产行业持续调控、公司债务负担较重、在建支出压力较大、所有者权益稳定性较弱等因素对其信用水平产生的不利影响。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期

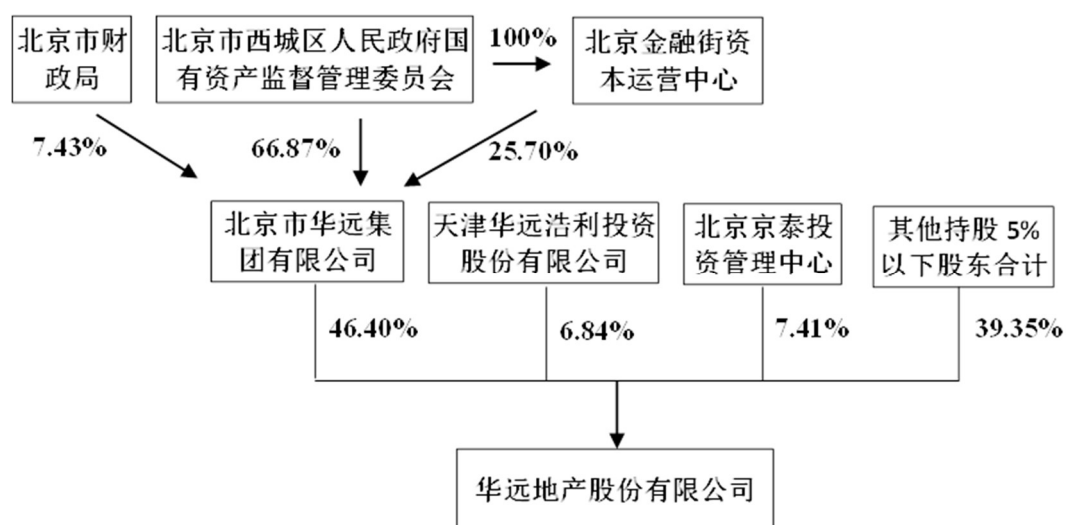
债券覆盖程度较高。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建设项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望得到提升。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由资本运营中心提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。资本运营中心作为北京市西城区重要的国有资本运营主体，品牌知名度较高，房地产项目区位优势明显，在金融街拓展区的土地一级开发和基础设施建设领域具有垄断优势，其担保显著提升了本期债券偿付的安全性。

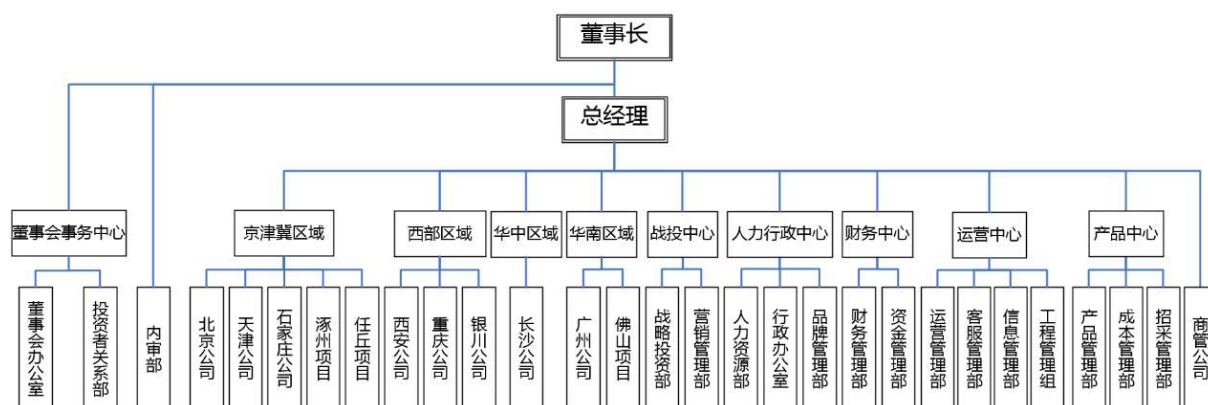
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司的主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极强。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底华远地产股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底华远地产股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月底华远地产股份有限公司主要子公司情况

序号	公司名称	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	注册资本 (万元)	子公司级次	业务范围
1	北京市华远置业有限公司	100.00	100.00	100,000.00	一级	房地产开发销售
2	北京新都致远房地产开发有限公司	100.00	100.00	19,608	二级	房地产开发销售
3	北京尚居置业有限公司	100.00	100.00	2,000.00	二级	房地产开发销售
4	北京上和致远房地产开发有限公司	50.00	51.00	20,000.00	二级	房地产开发销售
5	北京新润致远房地产开发有限公司	80.00	80.00	5,000.00	二级	房地产开发销售
6	西安唐明宫置业有限公司	100.00	100.00	10,000.00	二级	房地产开发销售
7	长沙橘韵投资有限公司	100.00	100.00	28,500.00	二级	房地产开发销售
8	阳菱光辉 (天津) 房地产开发有限公司	51.00	51.00	60,784.31	二级	房地产开发销售
9	广州高雅房地产开发有限公司	100.00	100.00	3,000.00	二级	房地产开发销售
10	石家庄华远尚隆房地产开发有限公司	53.00	53.00	37,735.85	二级	房地产开发销售

资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年 9 月底华远地产股份有限公司在建项目情况

单位：万平方米、亿元

序号	项目名称	地理位置	项目类型	土地面积	总建筑面积	预计总投资额	截至 2020 年 9 月底累计已投资金额
1	北京华中心	门头沟区龙泉镇	住宅、商业、办公	7.04	30.23	50.20	47.28
2	北京石景山项目	石景山区苹果园	商业、办公	3.52	21.77	74.97	57.53
3	涿州海蓝城一期	京开区盛福南街西侧、恩义路北侧	住宅、保障房	7.95	21.22	27.37	27.42
4	涿州海蓝城二期	京南开发区润禾街西侧	住宅	11.25	29.15	24.76	
5	任丘华北油田项目	高速南引线北侧、前长洋村南	住宅	51.35	132.56	86.24	27.08
6	石家庄海蓝和光	循环化工园区	住宅	5.68	24.72	19.58	8.84
7	石家庄昆仑赋	高新区	住宅	17.25	56.80	74.31	41.01
8	西安辰悦	浐灞生态区	住宅、商业	10.00	45.28	26.74	20.36
9	银川璟玺	金凤区九中北侧	住宅	8.87	16.84	11.61	7.72
10	银川珑玺	金凤区培华路以南	住宅	10.14	19.06	13.64	8.49
11	银川海蓝和光	金凤区南熏路南	住宅	9.47	27.32	15.72	5.50
12	重庆春风度一期	江津区滨江新城(德感片区)	住宅	15.01	20.66	14.96	10.69
13	重庆海蓝城	巴南区李家沱	住宅	13.68	47.11	41.66	32.63
14	重庆海蓝和光一期	沙坪坝区	住宅	3.99	14.15	29.10	18.77
15	重庆海蓝和光二期	沙坪坝区	住宅	4.09	14.40		
16	长沙华时代	开福区芙蓉中路	商业	1.92	27.88	34.93	21.59
17	长沙海蓝城一期	长沙县远大路	住宅	5.56	21.63	19.69	13.26
18	长沙海蓝郡	长沙县泉塘街道中轴路以东	住宅	4.66	17.95	11.58	5.76
19	天津保利东郡	汉沽区滨海新区	住宅、商业	11.67	20.84	15.70	10.18
20	天津栖塘	滨海新区塘沽湾	住宅、商业	4.41	8.24	9.69	8.43
21	天津海蓝城	津南区咸水沽镇	住宅、商业	9.93	24.78	31.14	23.74
22	广州雲和墅	白云区广从路	别墅、叠墅	15.15	22.54	74.56	61.37
23	佛山海蓝城	三水区云东海街道塘西线三期西侧	住宅	8.20	30.90	32.35	23.28
24	佛山美的明湖北湾花园二期	高明区西江新城丽景东路以北	住宅	5.90	22.86	17.97	16.39
合计				246.68	718.90	758.47	497.32

资料来源：公司提供

附件 3-1 华远地产股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	73.10	100.76	70.96	85.53
资产总额（亿元）	343.53	496.65	584.79	647.52
所有者权益（亿元）	77.42	85.72	92.47	92.77
短期债务（亿元）	45.34	149.48	179.03	178.43
长期债务（亿元）	131.43	135.01	147.70	157.38
全部债务（亿元）	176.77	284.48	326.73	335.81
营业收入（亿元）	99.04	68.31	74.22	27.55
利润总额（亿元）	16.10	10.55	10.01	3.14
EBITDA（亿元）	17.58	11.44	11.92	--
经营性净现金流（亿元）	6.84	-31.02	-42.55	19.47
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.34	0.18	0.15	--
存货周转次数（次）	0.36	0.18	0.14	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.16	0.14	--
现金收入比（%）	85.57	159.55	144.72	307.00
营业利润率（%）	20.97	22.69	20.91	20.76
总资本收益率（%）	5.00	2.10	2.00	--
净资产收益率（%）	14.88	8.57	7.67	--
长期债务资本化比率（%）	62.93	61.17	61.50	62.91
全部债务资本化比率（%）	69.54	76.85	77.94	78.35
资产负债率（%）	77.46	82.74	84.19	85.67
流动比率（%）	233.83	164.53	153.57	137.89
速动比率（%）	75.85	48.79	28.94	30.54
经营现金流动负债比（%）	5.09	-11.26	-12.37	--
现金短期债务比（倍）	1.61	0.67	0.40	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	0.96	0.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.06	24.87	27.40	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 公司 2020 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 合并报表其他应付款中 2017-2019 年的有息债务计入短期债务计算，2020 年 9 月底其他应付款中的有息部分实际主要在 1~2 年到期，计入长期债务计算

资料来源：联合资信整理

附件 3-2 华远地产股份有限公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.26	19.96	1.14	0.42
资产总额（亿元）	147.35	182.33	224.17	215.11
所有者权益（亿元）	43.22	45.84	47.73	45.53
短期债务（亿元）	15.08	59.95	95.80	133.96
长期债务（亿元）	86.68	74.16	76.75	30.45
全部债务（亿元）	101.76	134.11	172.55	164.41
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.06	0.02
利润总额（亿元）	4.01	4.96	4.71	0.62
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-32.98	-9.43	-45.37	18.15
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	/	/	103.00	106.00
营业利润率（%）	/	/	99.70	99.40
总资本收益率（%）	2.77	2.77	2.17	--
净资产收益率（%）	9.29	10.83	9.86	--
长期债务资本化比率（%）	66.73	61.80	61.66	40.07
全部债务资本化比率（%）	70.19	74.53	78.33	78.31
资产负债率（%）	70.67	74.86	78.71	78.83
流动比率（%）	784.62	275.73	214.37	147.09
速动比率（%）	784.62	275.73	214.37	147.09
经营现金流动负债比（%）	-189.03	-15.13	-45.51	--
现金短期债务比（倍）	0.02	0.33	0.01	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 公司 2020 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产总额
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 华远地产股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年华远地产股份有限公司年报公告后的两个月内，且不低于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

华远地产股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。华远地产股份有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对华远地产股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，华远地产股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华远地产股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现华远地产股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对华远地产股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华远地产股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对华远地产股份有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送华远地产股份有限公司、监管部门等。