



信用等级通知书

信评委函字[2019]G187-F2号

华夏幸福基业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“华夏幸福基业股份有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年三月六日

华夏幸福基业股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	华夏幸福基业股份有限公司
发行规模	不超过10亿元
债券期限	2+2+1年
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定
偿还方式	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
资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还到期或回售的公司债券

概况数据

华夏幸福	2015	2016	2017	2018.Q3
总资产（亿元）	1,686.23	2,499.03	3,758.65	3,973.87
所有者权益（亿元）	256.30	380.32	710.33	618.81
总债务（亿元）	501.39	722.11	1,190.10	1,195.72
营业总收入（亿元）	383.35	538.21	596.35	451.41
营业毛利率（%）	34.52	33.03	47.93	45.37
EBITDA（亿元）	74.54	105.37	154.90	-
所有者权益收益率（%）	19.46	16.22	12.40	17.12
资产负债率（%）	84.80	84.78	81.10	84.43
总债务/EBITDA（X）	6.73	6.85	7.68	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.08	2.17	2.69	-
净负债率（%）	52.04	70.23	71.66	131.97

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、华夏幸福2015~2017年及2018年9月末其他流动负债中“短期应付债券”已调整至短期债务，长期应付款中计息部分已调整至长期债务，一年内到期的非流动负债中“一年内到期的待转销项税”不计入总债务；
3、2018年9月末华夏幸福所有者权益收益率指标均经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“华夏幸福基业股份有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）”的信用级别为AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”或“公司”）主体信用等级为AAA，评级展望稳定，该级别反映了受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了华夏幸福作为全国领先的产业新城运营商，具备成熟的园区招商经验，同时“园区+地产”协同效应推动公司房地产签约销售额位于行业前列、异地复制初见成效，以及引入中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安人寿”）作为战略投资者等优势对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到公司房地产项目区域集中度较高、后续销售回款情况值得关注，债务规模高企以及少数股东权益占比较高等因素可能对公司信用质量产生的影响。

正面

- 全国领先的产业新城运营商。自2002年投资开发运营固安工业园区以来，华夏幸福在产业园区开发方面积累了较为成熟的经验和标准化运作方式，其产业新城PPP模式受到政府认可和推广；同时公司已具备显著的规模优势，截至2017年末，公司在全国范围内共布局产业新城70余处和产业小镇20余处，覆盖全国12个省、45个城市的81个区域。
- 成熟的园区招商经验。公司拥有强大的产业发展团队，以龙头企业为引领不断推动产业链上下游企业集群集聚，产业服务能力不断提升，入园企业数量和签约投资额不断增长。截至2018年6月末，公司产业园区累计签约入园企业2,346个，累计签约投资金额5,931.83亿元。
- “园区+地产”协同效应推动房地产签约销售额

分析师

樊睿裕 cyfan@ccxr.com.cn

张志明 zhmzong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年3月6日



位于行业前列，同时异地复制初见成效。依托园区运营与房地产开发的协同效应，近年来公司销售业绩持续增长，2017年实现整体销售额1,522.12亿元，位于全国房地产企业前列；同期公司位于环上海区域销售额占比由上年的7%大幅提升至23%，异地复制取得一定进展。

- 引入平安人寿作为战略投资者。2018年9月，公司控股股东通过协议转让方式向中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国平安”）下属子公司平安人寿转让19.70%公司股份，平安人寿及其一致行动人成为公司第二大股东，且2019年以来平安人寿继续受让公司股权，持股比例进一步上升。中国平安是国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛的大型金融集团，其作为战略投资者的引入不仅有利于公司融资渠道的丰富，同时二者亦可在相关业务领域开展多层次的合作。

关注

- 房地产项目区域集中度较高，后续销售回款情况值得关注。公司房地产在建项目及可供出售项目主要集中在京津冀等重点限购限贷政策的调控区域，后续销售回款具有不确定性，需持续关注。
- 债务规模高企，杠杆水平较高。随着拓展园区数量的增多，公司有息债务规模增长较为明显，截至2018年9月末公司总债务为1,195.72亿元，同期末，公司永续债金额为90亿元，净负债率为131.97%。未来随着园区建设进度加快，公司债务水平或将继续承压。
- 少数股东权益占比较高。近年来多家信托公司及资产管理公司向公司子公司增资并取得少数股权，使得公司少数股东权益快速上升，截至2018年9月末少数股东权益为213.27亿元，占所有者权益合计的比重为34.47%，未来公司或面临较大的股权回购压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

发行主体概况

华夏幸福前身系成立于 1998 年的廊坊市华夏房地产开发有限公司，系由廊坊市融通物资贸易有限公司和自然人王文学出资组建，初始注册资本 200 万元，二者持股比例分别为 20% 和 80%。公司于 2007 年整体改制为股份制公司；2011 年公司在上交所完成借壳上市，证券代码为 600340.SH。2016 年 1 月 21 日，公司非公开发行 A 股 309,187,279 股，募集资金净额 68.94 亿元，其中增加股本 3.09 亿元，增加资本公积 65.84 亿元。2018 年 7 月，华夏基业与平安资产管理有限责任公司（以下简称“平安资管”）签订《股份转让协议》，约定华夏基业通过协议转让方式以 23.66 元/股共计 137.70 亿元向中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国平安”）下属子公司平安资管转让 582,124,502 股（以下简称“标的股份”）公司无限售流通股股份，占公司总股本的 19.70%。2018 年 8 月，华夏基业、平安资管、王文学及中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安人寿”）签订《股份转让协议之补充协议》，约定华夏基业将《股份转让协议》项下的标的股份过户至平安人寿的股票账户。本次权益变动后，平安人寿成为公司第二大股东，其持有公司股份由 0.13% 增至 19.83%；华夏基业持有公司股份变为 41.97%，公司实际控制人未发生变化。考虑到中国平安是国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛的大型金融集团，其作为战略投资者的引入不仅有利于公司融资渠道的丰富，同时二者亦可在相关业务领域开展多层次的合作。截至 2018 年 9 月末，公司注册资本 30.03 亿元，控股股东华夏幸福基业控股股份公司（以下简称“华夏基业”）持有其 41.30%¹ 股份，平安人寿和平安资管合计持有公司 19.56% 股份，公司实际控制人为自然人王文学。

公司主要从事产业园区开发和城市地产开发业务，其中产业园区开发以产业新城为核心产品，

¹ 2019 年 1 月 31 日华夏控股通过协议转让方式，向平安人寿及其一致行动人平安资管转让公司总股本 5.69% 的股份，截至本报告出具日，过户登记手续尚未办理完成。本次股权转让后，华夏控股及其一致行动人鼎基资本、平安人寿及其一致行动人平安资管将分别持有公司 36.29% 和 25.25% 股份，公司控股股东及实际控制人未发生改变。

产业新城建设包含土地整理投资、基础设施建设、产业发展服务、物业管理服务以及园区配套住宅开发等。公司已建立了从城市发展定位与空间规划、城市建设、招商引资到城市运营的开发运营管理体系，业务布局分布在京津冀、沈阳都市圈和长江经济带。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额 3,758.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）710.33 亿元，资产负债率为 81.10%。2017 年公司共实现营业总收入 596.35 亿元，取得净利润 88.07 亿元，经营活动现金净流量为 -162.28 亿元。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司资产总额 3,973.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）618.81 亿元，资产负债率为 84.43%。2018 年 1-9 月，公司共实现营业总收入 451.41 亿元，取得净利润 79.46 亿元，经营活动现金净流量为 -76.60 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	华夏幸福基业股份有限公司
债券名称	华夏幸福基业股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	不超过 10 亿元
债券期限	2+2+1 年
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定
偿还方式	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
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还到期或回售的公司债券

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

园区开发行业

产业园区开发是指在一定的产业政策和区域政策的指导下，以土地为载体，通过提供基础设施及综合配套服务，吸引特定类型、特定产业集群的内外资企业投资建厂，通过资本、产业、技术、知识、劳动力等要素高度集结，增强产业竞争力，并向外围辐射的特定区域开发业务。从开发区的功能和类型上来看，开发区分为经济特区、经济技术开发区、高新技术产业开发区、出口加工区、保税区、金融贸易区、旅游度假区、边境经济合作区等；从

开发区的级别来看，有国家级、省级、地市级、区县级、乡镇级等不同级别的划分，甚至有的村也设有工业园区。

虽然自 2003 年始，国务院有关部门开始清理整顿全国各类开发区，但此举旨在规范和整顿当时较为混乱的开发区局面，对于规范申报、符合标准的开发区仍然给予政策上的支持，包括给予开发区及开发区企业的各类优惠政策。基于开发区所能发挥的产业聚集效应和规模效应，国家对开发区发展的政策性支持，有利于区域开发合法合规地持续发展。此外，区域开发能够产生规模带动效应，拉动地方经济发展，促进地方产业结构升级，加快地方城市化建设，解决地方就业等。区域开发是区域发展的捷径，能够帮助地方政府促进区域经济发展与区域建设，因而区域开发通常能够得到地方政府的支持，地方政府为开发区提供各种优惠政策与便利措施。

近年来，我国各级开发区，特别是国家级开发区在区域经济发展、吸引外资及先进管理经验、产业培育、科技进步、城市建设、出口创汇、创造税收和就业等诸多方面都取得了显著成绩，成为中国经济最有活力、最具潜力的经济增长点。以国家级经济技术开发区为例，截至 2017 年末，全国共有国家级经济技术开发区（以下简称“国家级经开区”）219 家，其中东部地区 107 家，中部地区 63 家，西部地区 49 家，中、西部地区国家级经开区数量和比重显著增加，全国国家级经开区区域分布日趋平衡。据商务部统计，2017 年全国 219 家国家级经开区实现地区生产总值 9.1 万亿元，同比增长 9.9%；其中第三产业增加值 2.8 万亿元，同比增长 17.3%。实现财政收入 1.8 万亿元，同比增长 15.9%；其中税收收入 1.6 万亿元，同比增长 12.2%，国家级经开区经济规模持续扩张，占全国 GDP 比重逐步提高，成为带动地区经济发展的强力引擎。

图 1：2010~2017 年国家经开区及高新区发展情况



资料来源：商务部，中诚信证评整理

目前，我国开发区的具体开发模式主要包括二种：一是政府主体模式，即政府作为园区开发的主体，并承担最终的损益。但由于开发区开发所需资金巨大，随着开发的升级和加速，当地政府财政不可能有持续和充足的资金投入园区开发建设，政府就会逐步让出开发主体地位而寻找新的开发平台。二是开发企业主体模式，即开发企业作为开发区开发的主体，并承担最终的损益。政府通过委托开发公司从事土地开发、基础设施建设和招商代理等业务，在这种模式下，不但可以保证开发资金的到位还有利于政企分开提高园区开发效率。2010 年以前，开发区大多数都是由政府承担基础设施建设、土地出让、配套服务等工作，企业参与度较低。而 2010 年之后，政府、房地产开发商、实体企业、资本市场构成了园区投资的共同体。2014 年，国务院在《关于促进国家级经济技术开发区转型升级创新发展的若干意见》中鼓励有条件的国家级经开区探索同社会资本共办“区中园”。随着混合所有制、金融体制改革、公私合营模式（PPP 模式）的推进，园区开发将呈现出投资主体多元化的趋势。

目前，国家和省级各类开发区的管理一般由各级政府设立的开发区管理委员会负责，管理委员会作为各级政府派出机构，负责园区内投资项目、基本建设项目的审批；园区内企业登记以及各类高新技术企业、高新技术成果转化项目的认定；协调其他行政管理部门对园区内企业的日常行政管理、年检和落实优惠政策。其他园区开发一般都多采用企业主体模式，政府通常与区域内一家开发企业签订长期合作协议，将某一区域的整体开发委托给开发企业，首先由企业负责组织对委托区域进行规划论

证，在规划方案获得政府批准后，逐年制定开发计划，根据政府认可的开发计划进行逐片开发，建成的基础设施及公用设施项目由政府回购，平整的土地进入土地储备中心；在区域基础设施及公用设施建设的同时，由企业为开发区域进行招商引资，并为投资企业提供投资落地及经营期间的长期服务；在开发区域内，企业还可能负责开发区域的物业及公用设施管理。由于开发企业在土地开发、招商、工程建设和市政道路建设方面具有一定的排他性和优先权，因此园区开发业务具有一定的区域性，进入壁垒相对较高。

此外，园区开发业务还具有投资金额大、业务周期长、业务环节复杂等特点。园区开发涉及的基础设施建设项目、土地整理的资金投入大，占用周期较长，招商引资及管理运营等方面都需要前期的不断投入。同时，园区开发过程中包含区域定位规

划、基础设施建设、土地整理、区域推广、招商引资以及区域综合服务等众多环节，需要开发企业具有综合开发能力。开发企业在各个业务环节所体现的定位规划、区域推广、招商引资、投资服务以及资本整合能力也正是其核心竞争力所在。目前，国内主要的园区开发企业包括外高桥、陆家嘴、华夏幸福、浦东金桥、长春经开、张江高科、苏州高新、南京高新等。

从园区开发企业收益来源来看，目前园区开发产生的收益主要包括传统业务（如土地一级开发收益、房地产开发收益等）、增值业务（如园区运营管理收益、生活配套服务等）、产业孵化及金融运作（如房地产资本化运作、产业投资及孵化等）。除此之外，因园区开发过程中受惠于国家及地方政策的支持，从而它所获得的财政转移收入、税收减免等也是其收入的重要来源。

表 2：2017 年末国内主要园区开发企业情况

公司名称	开发园区	所在园区涉及行业
上海外高桥集团股份有限公司	上海外高桥保税区	国际贸易、物流、先进制造、生物医药、汽车销售等
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	上海陆家嘴金融贸易区	金融、商贸、信息咨询、研发等
华夏幸福基业股份有限公司	固安区域、大厂区域、怀来区域、香河区域、霸州区域、永清区域、无锡区域、嘉善区域等	生物医药、化工、电子商务、航天、新材料、装备制造、电子信息、节能环保等
上海金桥出口加工区开发股份有限公司	上海金桥出口加工区	信息通信、电子商务、新能源、汽车制造、生物医药、食品等
长春经开（集团）股份有限公司	长春经济技术开发区	生物制药、光电信息、化工、汽车、物流等
上海张江高科技园区开发股份有限公司	上海张江高科技园区	信息技术、生物医药、文化创意、低碳环保、互联网等
苏州新区高新技术产业股份有限公司	苏州国家高新技术产业开发区	信息通信、电子商务、新能源、新材料、旅游、物流等
南京高科股份有限公司	南京经济技术开发区和仙林新市区	生物医药、软件及电子信息、新能源、新材料、卫星导航等

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

园区开发企业的收益受到园区经济、招商入区企业数量、固定资产投资规模和开发区财税收入等因素的影响。由于各个地区无论在禀赋资源、政策支持力度，还是对外开放程度等方面都存在显著差异。东部地区更多依靠资本、技术、知识等生产要素，向经济附加值高的新兴行业或第三产值集聚，即东部地区的园区经济可能更多的表现出“技术密集型、知识密集型”特征，而中西部地区则更多的利用产业转移，以适度发展“资源型”的园区方向发展。以各个地区国家级经开区为例，东部地区的园

区主要以计算机、通信及电子设备等行业集聚为主，而中西部的园区则以黑色金属冶炼和压延加工等行业集聚为主。中国未来的产业发展将重点通过以制造业的升级，新兴产业的培育实现，在该过程中，园区作为创新主体及生产要素的集聚地，必将受到政策、资金、市场等多方面的支持及关注。然而，中国的园区分布存在明显地区差异性，而且同区域的园区发展水平差异也十分明显。因此，基于当前园区的自身禀赋，未来园区的发展虽然在整体上具有广阔的发展空间，但同样具有差异性，具有

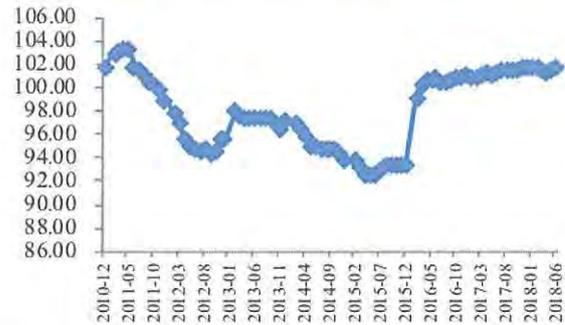
核心要素禀赋优势、或受政策强力支持的区域园区将优先获益。

总体来看，产业园区开发对于促进地方政府区域经济发展与区域建设具有积极作用，在政策、经济发展需求的持续推动下，国内园区开发快速发展，数量快速增长；目前，国家级和省级开发区仍由政府为主导，未来随着 PPP 模式全面推广，园区开发亦将呈现出投资主体多元化的趋势。

房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010 年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入 2018 年，各线城市调控政策持续高压，1~4 月国房景气度持续回落，但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~6 月期间国房景气度有所回升。

图 2：2011~2018.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 3：2010~2018.H1 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。受 2014 年国内经济整体下行、房地产销售疲软的影响，2014 年和 2015 年房地产行业投资增速出现大幅回落；其中，2015 年全国房地产开发投资 95,979 亿元，同比增长仅 0.99%。受益于宽松的行业政策，2016 年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来，各线城市调控政策持续高压，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼自有资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年 1~6 月全国房地产开发投资较上年同期增长 9.7%至 55,531 亿元，增速较上年同期上升 1.2 个百

分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2015~2017 年房地产开发企业到位资金分别为 125,203 亿元、144,214 亿元和 156,053 亿元，年均复合增长率 11.64%；同期增速分别为 2.63%、15.18%和 8.21%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款规模及其占比呈快速上升态势，2015~2017 年房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款合计分别为 49,182 亿元、66,355 亿元和 72,600 亿元，占比从 2015 年的 39.28%上升至 2017 年的 46.52%；但受按揭贷款利率持续上升影响，2017 年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为 9.41%，较 2016 年下降 25.51 个百分点。2015~2017 年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势，分别为 69,252 亿元、70,645 亿元和 76,114 亿元，占比分别为 55.31%、48.99%和 48.77%。2018 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 79,287 亿元，较上年同期增长 4.6%，增速下降 6.6 个百分点。其中，受外部资金环境紧缩影响，国内贷款和个人按揭贷款分别为 12,292 亿元和 11,524 亿元，同比分别下降 7.9%和 4.0%；而自筹资金和定金及预收款同比分别增长 9.7%和 12.5%至 25,541 亿元和 26,123 亿元，占比分别为 32.21%和 32.95%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性上升。

表 3：2015~2018.H1 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2015	2016	2017	2018.H1
资金来源合计	125,203	144,214	156,053	79,287
同比增长	2.6	15.2	8.2	4.6
其中：				
自筹资金	49,038	49,133	50,872	25,541
占比	39.17	34.07	32.60	32.21
同比增长	-2.7	0.2	3.5	9.7
国内贷款	20,214	21,512	25,242	12,292
占比	16.14	14.92	16.18	15.50
同比增长	-4.8	6.4	17.3	-7.9
利用外资	297	140	168	28
占比	0.24	0.10	0.11	0.00
同比增长	-53.6	-52.6	19.8	-73.1
定金及预收款	32,520	41,952	48,694	26,123
占比	25.97	29.09	31.20	32.95
同比增长	7.5	29.0	16.1	12.5
个人按揭贷款	16,662	24,403	23,906	11,524
占比	13.31	16.92	15.32	14.53
同比增长	21.9	46.5	-2.0	-4.0

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看，2015 年房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎的态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，当期房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016 年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。2017 年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，增速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为 9,246 万平方米，同比下降 3.48%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快

了项目新开工进度,2018年上半年房企新开工面积有所提高,当期房地产开发企业房屋新开工面积95,817万平方米,较上年同期增长11.8%;从新开工面积与销售面积的差额来看,2018年1~6月,全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长68.87%至18,674万平方米。

图4: 2010~2018.H1 商品房新开工与销售面积差额

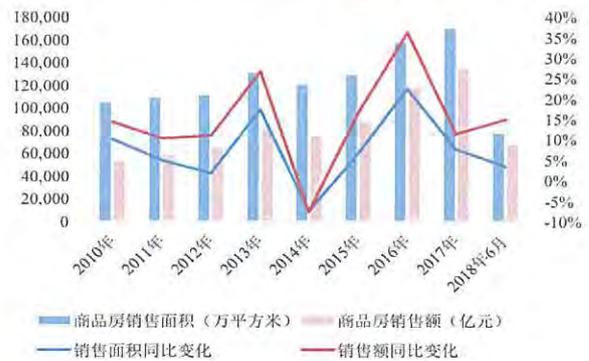


资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从销售情况看,得益于频出的利好政策,2015年全国商品房销售面积与销售额分别为128,495万平方米和87,281亿元,同比分别增长6.5%和14.4%;其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长6.9%和16.6%。2016年,在宽松的行业政策带动下,我国商品房成交量大幅提升,当年全国商品房销售面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元,分别同比增长22.4%和34.8%;其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年,全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元,分别同比增长7.66%和13.67%,受2016年10月及2017年3月连续出台的房地产调控政策影响,增速均出现较大幅度放缓。值得注意的是,2017年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅,其中住宅销售面积及销售额分别同比增长5.3%和11.3%;办公楼销售面积及销售额分别同比增长24.3%和17.5%;商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长18.7%和25.3%。2018年1~6月,全国商品房销售面积和销售额分别为77,143万平方米和66,945亿元,同比分别增长3.3%和13.2%,在各线城市调控政策持续高压的背景下,增速较上年同期

分别下降12.8%和8.3%。

图5: 2010~2018.H1 商品房销售情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

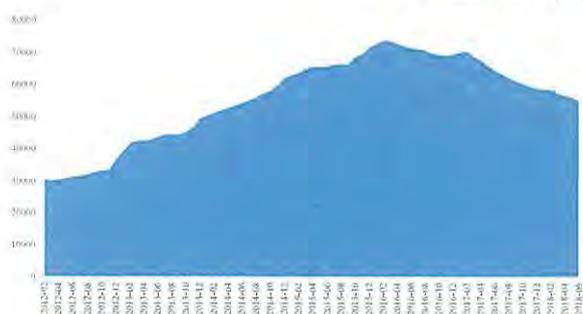
从不同区域的销售情况来看,东部地区仍是我国商品房销售的主要区域,但其商品房销售增速落后于其他区域,2017年东部地区商品房销售额74,439亿元,同比增长6.2%,销售额占比达55.68%;同期中部地区商品房销售额28,665亿元,同比增长24.1%;西部地区商品房销售额25,231亿元,同比增长25.9%;东北部地区商品房销售额为5,367亿元,同比增长21.8%。2018年1~6月,东部地区实现商品房销售额36,034亿元,同比增长3.9%,销售额占比达53.83%;中部地区商品房销售额14,476亿元,同比增长27.0%;西部地区商品房销售额14,008亿元,同比增长28.2%,东部地区增速及占比持续下降。2017年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调,商品房销售情况明显改善。从价格来看,2017年以来全国房价增速有所下降,但整体价格水平依然持续向上,2017年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势,2017年12月全国100个城市住宅成交均价达13,967元/平方米,较上年同期增长7.15%。分城市能级来看,2017年12月末,一线城市住宅均价达41,202元/平方米,较上年同期增长1.43%;同期二线城市住宅均价达12,684元/平方米,较上年同期增长7.70%;而三线城市住宅均价达8,335元/平方米,较年初增长12.48%²。受2016年10月

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

以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017年三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。2018年6月，全国100个城市住宅均价为12,642元/平方米，较年初下降9.49%；其中，一线城市住宅均价41,644元/平方米，较年初小幅增长1.07%；二线城市住宅均价13,383元/平方米，较年初增长5.51%；受益于热点城市调控政策趋严带来购房需求外溢，以及棚改货币化安置等因素的综合影响，三线城市2018年6月住宅均价较年初大幅增长25.47%至10,458元/平方米。

图6：2012~2018.H1全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2015年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至2015年末，全国商品房待售面积7.19亿平方米，同比增长15.58%，增速较上年末收窄10.54个百分点。2016年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至2016年末，全国商品房待售面积6.95亿平方米，环比增加444万平方米，但较上年末减少2,314万平方米。2017年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至2017年末，全国商品房待售面积5.89亿平方米，环比减少683万平方米，较上年末减少10,616万平方米。截至2018年6月末，全国商品房待售面积进一步下降至5.51亿平方米，较上年末减少3,800万平方米。从去化周期来看，以2018年1~6月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较2017年末进一步缩短至4.28个月；但考虑到2018年上半年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房

新增供应将有所增加。

土地市场方面，近三年全国房地产用地供给小幅波动。根据国土资源局数据显示，2015~2017年全国房地产建设用地供应面积分别为119,800万平方米、107,500万平方米和115,000万平方米。土地成交面积受供应波动的影响亦有所波动，房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，土地成交均价呈现上升趋势。2015~2017年，我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,811万平方米、22,025万平方米和25,508万平方米，同期土地成交价款分别为7,622亿元、9,129亿元和13,643亿元。受此影响，2017年房地产企业土地购置成本涨至5,348.52元/平方米，近三年年均复合增长率为26.52%。2018年1~6月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为11,085万平方米和5,265亿元，分别同比增长7.2%和20.3%，增速有所回落；同时受热点城市调控影响，整体地价下降明显，2018年1~6月土地购置成本为4,749.66元/平方米。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交楼面均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交楼面均价的涨幅在2013年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交楼面均价则持续增长至2016年到达顶点，平均溢价率较2015年提升15.6个百分点至41.94%，受土拍限价影响，2017年以来一线城市土地成交楼面均价持续回落，2018年上半年一线城市土地成交楼面均价及溢价率分别为7,627.20元/平方米和8.43%。二线城市土地成交楼面均价于2013~2015年间小幅波动增长，而2016年二线城市土地成交楼面均价大幅增长74.18%至3,270.54元/平方米，平均溢价率同比上升35.63个百分点至56.26%，同样受土拍限价影响，2017年以来土地市场热度持续减弱，2018年上半年二线城市土地成交楼面均价为3,500.67元/平方米，涨幅和溢价率分别回落至8.71%和18.80%。三线城市成交土地楼面均价于2016年以来维持高位增长，2016年和2017年土地楼面均价涨幅分别达36.65%和41.35%，平均溢价率分别为34.01%和32.46%，2018年上半年，三线城市土地成交楼面

均价为 1,827.47 元/平方米，涨幅回落至 19.61%，平均溢价率则下降至 22.76%。

图 7：2010~2018.H1 各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大。受 2016 年 10 月份以来国内房地产政策持续收紧及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产

行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。从全国层面来看，2017 年 2 月份，中国人民银行、银监会公布通知，在不实施限购措施的城市，家庭首套房的商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动 5 个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于 30%。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。就各能级城市而言，一线城市仅广州针对居民家庭施行限售，北京、上海和深圳居民家庭不限售。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广

州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。2017 年 8 月，国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定将在 13 个城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2018 年，房地产行业受相关政策影响持续承压，四限政策依旧从紧执行，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩

容至兰州、长春、大连等二三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市。3 月，李克强总理在十三届全国人大一次会议《政府工作报告》里明确提出要健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。7 月，习近平主席在中央政治局会议上明确提出了政府下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，并加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。中央将继续坚持加强和完善宏观调控，同时从供给侧进一步发力，包括加快推进房地产税相关政策举措，加快推进租售同权等一系列配套政策的落实，促进长效机制建设，更好实现“房子是用来住而不是用来炒的”基本定位。

表 4：2017 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2017.02	中国人民银行、银监会	中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付 25% 的基础上可再下浮 5 个百分点；对拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2017.03	国务院办公厅	《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。
2017.03-06	南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅	继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证未满 2 年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证满 3 年之后才能上市交易。
2017.07	住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。
2017.08	国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	确定将在 13 个城市（第一批包括北京市，上海市，辽宁沈阳市，江苏南京市，浙江杭州市，安徽合肥市，福建厦门市，河南郑州市，湖北武汉市，广东广州市、佛山市、肇庆市，四川成都市），开展集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.08	全国土地利用管理工作会议	大力实施节约集约用地，以盘活利用“批而未供土地、闲置土地、城镇低效用地”为主攻方向，推动节约集约用地向纵深发展。
2017.10	十九大报告	坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017.12	中央经济工作会议	促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	健全地方税体系，按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则，稳妥推进房地产税立法。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在房地产行业政策及融资环境趋于收紧的背景下，房地产企业内外部流动性来源收紧，融资成本上升。随着房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

2016年，在相对宽松的产业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的39.28%上升为46.01%，金额为66,355.08亿元，同比增长34.92%，较上年同期增速上升22.89个百分点。但受2017年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为72,600亿元，同比增长9.41%，增速下降25.51个百分点；2018年上半年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计37,647亿元，较上年同期增速下降6.9个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，一直以来银行贷款是房企融资的主要方式之一，2016年和2017年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为18,158亿元和20,485亿元，分别同比上升4.3%和12.80%；而受融资环境趋紧影响，2018年上半年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为9,987.75亿元，较上年同期下降10.30%。2016年前三季度房企公司债发行政策仍相对宽松，自2016年10月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2016年融资环境相对宽松，融资成本整体均处于较低水平。2017年以来，随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布情况来看，2018~2023年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧、融资成本上升及债券到期高峰到来的背景

下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

近年来房地产企业利润空间不断被压缩，行业内兼并收购现象明显，房地产行业集中度进一步提升，具有规模优势的房地产企业可获得更多的流动性补充。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多，2017年房地产收购交易数量超过480笔，交易金额达5,000多亿元，较2016年同比增长31%。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017年TOP100房企销售金额集中度提升11.58个百分点至55.50%，占比超过一半；TOP20销售金额集中度则上升7.77个百分点至32.50%；而TOP10房企销售额的比重达到24.10%，较上年提升5.75个百分点，千亿房企已达17家。2017年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。2018年1~6月，TOP100房企销售额集中度较上年末上升13.80个百分点至69.30%，在融资及房地产行业调控政策持续收紧背景下，房企规模分化格局将会持续加大，集中度也将进一步提升。

表 5：2015~2018.H1 国内房企销售额集中度

	2015	2016	2017	2018.H1
TOP3	7.67%	8.88%	12.00%	15.40%
TOP10	17.05%	18.35%	24.10%	29.90%
TOP20	23.06%	24.73%	32.50%	40.60%
TOP50	32.07%	34.59%	45.90%	58.20%
TOP100	40.05%	43.92%	55.50%	69.30%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

全国领先的产业新城运营企业，具有成熟的招商引资经验

华夏幸福致力于成为全球产业新城的引领者，自成立以来依托市场化运作模式，在全国范围内迅速拓展产业新城业务布局，已经具备了各项资源的综合整合能力，培养了大批专业且经验丰富的招商

团队。公司产业园区开发以 PPP 模式为主，顺应了国家经济和政策发展趋势，并且在资源获取、城市运营以及结算模式等方面，体现出自身独创性。目前，公司投资开发运营的园区成为中国新型城镇化的发展样本，其中固安工业园区作为唯一的城市运营项目，入选了国家发改委 PPP 案例库，并获国务院办公厅通报表扬。公司与无锡市南长区政府以 PPP 模式合作开发的南长滨河南城项目作为唯一产业新城案例入选江苏省财政厅 PPP 项目库。此外，2016 年 10 月财政部联合教育部、科技部等 20 个部委共同发布的《关于联合公布第三批政府和社会资本合作示范项目加快推动示范项目建设的通知》（财金【2016】91 号）中，“河北省廊坊市固安县固安高新区综合开发 PPP 项目”及“南京市溧水区产业新城项目”双双入选；2017 年 5 月国家发改委将“安徽省滁州市来安产业新城项目”列入第二批 PPP 项目典型案例名单。2018 年 2 月，“河南省郑州市新郑市产业新城 PPP 项目”、“湖北省黄冈市团风县产业新城 PPP 项目”、“浙江省湖州市南浔区产业新城 PPP 项目”入选财政部《第四批政府和社会资本合作示范项目名单》。截至 2017 年末，公司在全国范围内共布局产业新城 70 余处和产业小镇 20 余处，覆盖全国 12 个省、45 个城市的 81 个区域，是国内领先的产业新城运营商。

公司在产业新城开发建设中积累了丰富的招商引资经验，目前全球拥有约 4,600 人的产业发展团队，为园区提供产业发展服务，具体包括在受托工业园区内进行的产业定位、产业规划、城市规划、招商引资、投资服务、产业升级等，是国内园区经营类企业中招商团队规模最大、覆盖范围最广的企业。公司积极整合资源，与奥地利奥钢联集团、益海嘉里、南京知行新能源汽车技术开发有限公司、北京秦淮数据有限公司、北京亿安天下科技股份有限公司、中国航天三江集团公司、鸿富晋精密工业（太原）有限公司等世界 500 强及规模型龙头企业招商签约，以龙头企业为引领，推动产业链上下游企业集群集聚，不断扩大区域产业影响力。截至 2018 年 6 月末，公司产业园区累计签约入园企业 2,346 个，累计签约投资金额 5,931.83 亿元。

“园区+地产”业务协同发展，并加快推进异地复制，房地产签约销售额处于行业前列

公司依托产业新城布局房地产开发，且随着产业新城模式的不断拓展，通过介入园区前期的规划和建设，公司在园区及周边地区积极布局配套住宅和城市地产项目并在土地获取成本上具有较大优势。同时，园区开发引来产业和人流，给房地产二级开发带来市场需求，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，公司园区运营和房地产开发相结合的业务模式使其房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。

近年来公司聚焦核心城市群，加快推进产业新城的异地复制。公司秉持“以产兴城、以城带产、产城融合、城乡一体”的系统化发展理念，在持续深耕京津冀地区的同时，亦积极开拓包括长三角、珠三角、中原城市群、成渝城市群及长江中游城市群等区域。2017 年公司异地复制取得一定进展，在当年新拓展的 21 个产业园区中仅涿鹿区域隶属京津冀地区，布局由区域性逐步扩展至全国核心城市群；同期公司位于环上海区域销售额占比由上年的 7%大幅提升至 23%，其中嘉善区域和来安区域实现销售额超百亿。2018 年上半年，公司新增签署产业新城与产业小镇 PPP 正式协议 10 个，全部位于非京津冀区域，异地复制不断推进。

受益于此，公司房地产项目签约销售额稳步提升，签约销售排名处于行业领先的地位。2017 年公司实现整体销售额 1,522.12 亿元，同比增长 26.50%，其中房地产业务分别实现签约销售额 1,200.51 亿元。同时，公司在受托园区获取土地资源上有较大优势，可供开发园区配套住宅的土地储备较为充足，为其未来经营业绩的提升提供有力支撑，且“园区+地产”的业务模式可以使公司在不影响高速扩张的同时减少土地储备带来的资金占压。

业务运营

公司主要从事产业新城运营业务，包括产业园区开发和房地产开发两大业务板块，其中产业园区开发以产业新城为核心产品，产业新城建设包含土地整理投资、基础设施建设、产业发展服务、物业

管理服务以及园区配套住宅等。经过多年发展，公司形成了以土地整理投资、产业发展服务、园区配套住宅和城市地产开发为主，以基础设施建设、物业管理服务和综合服务为辅的收入结构。

随着业务规模的扩大，近年来公司营业总收入呈持续增长态势。2015~2017年，公司分别实现营业收入383.35亿元、538.21亿元和596.35亿元，年均复合增长率为24.73%，其中主营业务收入分别为380.91亿元、534.57亿元和593.00亿元，年均复合增长率为24.77%。从主营业务收入构成来看，产业发展服务、房地产开发及土地整理投资系公司收入的主要来源，近三年房地产开发业务收入

占比分别为73.42%、66.17%和48.79%，系公司第一大收入来源，但呈现逐年下降态势，为受到部分区域规划调整及房地产市场调控影响，项目销售进度延缓所致。同期公司产业发展服务业务收入占比分别为16.65%、20.52%和38.93%，逐年上升；土地整理投资业务收入占比分别为7.90%、9.66%和8.08%。2018年1~6月，公司实现主营业务收入347.37亿元，其中房地产开发、产业发展服务及土地整理投资业务分别实现收入189.71亿元、109.27亿元和33.86亿元，占比分别为54.61%、31.46%和9.75%。

表6：2015~2018.H1公司主营业务收入及毛利率构成情况

单位：亿元、%

业务	2015			2016			2017			2018.H1		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	279.68	73.42	24.61	353.75	66.17	17.54	289.31	48.79	22.27	189.71	54.61	35.37
产业发展服务	63.43	16.65	95.01	109.72	20.52	95.75	230.86	38.93	92.25	109.27	31.46	77.47
土地整理投资	30.09	7.90	12.83	51.65	9.66	15.91	47.91	8.08	13.00	33.86	9.75	11.49
综合服务	3.84	1.01	37.87	4.07	0.76	55.80	4.17	0.70	66.35	0.41	0.12	7.59
物业管理服务	1.16	0.30	14.94	2.84	0.53	14.10	4.62	0.78	14.25	2.86	0.82	5.88
基础设施建设	0.38	0.10	40.79	7.47	1.40	13.71	1.62	0.27	12.45	1.02	0.29	8.08
其他	2.32	0.61	-115.03	5.07	0.95	-31.56	14.51	2.45	-13.95	10.25	2.95	31.93
合计	380.91	100.00	34.67	534.57	100.00	33.19	593.00	100.00	48.10	347.37	100.00	45.83

资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

产业园区开发业务

公司产业新城建设业务主要是基于与地方政府签署合作协议，以项目公司作为园区开发主体，负责委托区域土地整理投资、基础设施建设与维护、公共设施建设与维护、产业发展服务及其他与委托区域开发建设相关的工作，具有一定的区域专营性。公司商业模式契合政府诉求，通过一站式解决方案弥补了众多区县级地方政府资金和专业能力的不足，同时在运营过程中可发挥园区和地产的协同效应。

运作模式方面，公司从园区土地整理、基础设施建设开发入手，承担园区的全面建设工作，获得土地拆迁及整理的土地整理收入、基础设施建设的代建收入、园区建成后招商引资的产业发展服务收

入，并在招商引资后，通过为园区提供综合物业管理等后续服务获取收入。根据公司与地方政府签订的委托开发协议，地方政府对公司的委托具有排他性，约定具体合作期限（一般委托期限为50年），并对各类业务的结算方式有明确约定。地方政府每年聘请第三方审计机构对上一年度的投入成本进行审计，出具收入确认书，公司根据政府出具的收入确认书作为确认收入的依据。收入确认以后，对于土地整理、基础设施建设委托结算费用，政府可选择一次性支付，也可选择分期支付，但分期不超过3年；对于产业发展服务业务的委托结算费用，政府可以选择一次性支付，也可以选择分期支付，但分期不超过5年。其中，对于基础设施建设业务，公司主要负责在委托区域组织道路建设及供水、供

电、供暖、供气、通信基础、排水等“九通一平”及场站等项目建设，政府按协议规定向公司支付建设费用，具体包括建设成本和建设收益两部分，建设收益按建设项目的总投资额的 10%~15% 计算；对于土地整理投资业务，公司主要参与土地征转计划及征转补偿方案的拟定、组织、督导、跟进以政府部门为主体进行集体土地征转补偿以及形成建设用地的相关工作，并承担土地征转过程中的土地整理投资成本，政府按协议规定向公司支付土地整理费用，具体包括土地整理成本和土地整理收益两部分，土地整理收益按土地整理成本加成 10%~15% 计算；对于产业发展服务，公司主要负责对委托区域内工业园区进行宣传、推广、产业发展定位、进行招商引资项目的洽谈，以及对入园企业提供“全程无忧式管家服务”，协助企业快速实现生产运营，产业发展服务收入一般按照合作区域内入区项目当年新增落地投资额的 45% 计算（不含销售类住宅项目）；针对园区综合服务，公司主要负责在委托区域组织有资质的服务单位，承担物业管理服务，道路清洁及绿化等公共项目维护等，园区综合服务收益为园区综合服务费（含税，以审计报告为准）加成 10%~15%。

从项目运作情况看，2002 年 6 月公司第一个产业新城项目——固安工业园区奠基成立，2006 年 3 月固安工业园区成为河北省省级开发区，2015 年 7 月得到国务院通报表扬，同时固安工业园区新型城镇化项目入选国家发改委 PPP 项目库。固安工业园区是公司产业新城项目的样板，为公司后续发展奠定坚实基础。2007 年，公司第二个工业园区大厂潮白河工业区正式签约。2012 年，公司开始在北京丰台开发产业商务综合体，系公司首个在京项目；同年公司与沈阳市苏家屯政府签订建设开发沈水生态科技创新城的协议。2013 年，公司产业新城项目布局长三角，开始建设嘉善产业新城。2014 年，公司在美国硅谷设立高科技孵化器，以培育和加速高新技术产业项目；同时，公司与房山区政府签订了战略合作协议，产业新城项目正式进京。2015 年，随着前期项目取得较大成功，产业新城经营模式开始正式进行全国复制，公司新项目先后进入上海市

金山区、四川省眉山市、安徽省滁州市、河北省任丘市及华北石油管理局、河北省保定市等。2016 年随着“一带一路”战略的深入，公司积极实施国际化，优化业务模式并进行海外复制，已与印度尼西亚共和国 PT Alam Sutera Realty Tbk 公司签署备忘录，将共同设立合资公司，合作开发位于印尼万丹省唐格朗市的目标区域。2017 年，公司新增签约产业新城和产业小镇 PPP 项目协议 21 个，其中仅河北涿鹿县隶属于京津冀地区。2018 年上半年，公司新增签署产业新城与产业小镇 PPP 正式协议 10 个，全部位于非京津冀区域，异地复制不断推进。

表 7：截至 2018 年 6 月末公司主要园区进展情况

开发阶段	园区举例
相对成熟阶段园区	固安区域、大厂区域、怀来区域、苏家屯区域、香河区域、霸州区域、永清区域、无锡区域、嘉善区域、来安区域、溧水区域、和县区域、舒城区域等
建设起步阶段园区	文安园区、邢台区域、邯郸区域、北戴河新区区域、昌黎园区、江宁区域、南浔区域、长葛区域、武陟区域、新洲问津区域、嘉鱼区域、新洲双柳区域、江门区域、彭山区域、蒲江区域、南湖区域、德清区域、涿鹿区域、新郑区域等
规划定位阶段园区	江夏区域、清远区域、博望区域、南京开发区区域、高淳区域、含山区域、巢湖区域、惠东区域、惠阳区域、佛山高明区域、黄陂区域、中山区域、珠海斗门区域、合川区域、长丰区域、六安金安区域、云龙区域、祥符区域、获嘉区域、新密区域、团风区域、肥东区域、雨湖区域、清镇区域、嘉善经开区区域、绍兴柯桥区域、萧山河上区域、涇阳区域等

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地整理投资

土地整理业务方面，由政府部门负责组织并实施集体土地征用和农用地转为建设用地等工作，负责园区开发的项目公司实际主要参与土地征转计划及征转补偿方案的拟定，组织、督导、跟进以政府部门为主体进行集体土地征转补偿以及形成建设用地的相关工作，并承担土地征转过程中的土地整理成本（主要为土地补偿款、新增建设用地有偿使用费、耕地开垦费等），未直接从事土地征转工作。政府按协议规定向公司支付土地整理费用，具体包括土地整理成本和土地整理收益两部分，土地整理收益按土地整理成本加成 10%~15%。

2015~2017 年末，公司一级土地整理面积分别

为 618.65 万平方米、374.54 万平方米和 562.41 万平方米，一级土地整理规划计容建筑面积分别为 660.73 万平方米、1,115.77 万平方米和 988.27 万平方米，未来公司土地整理业务仍将保持较大规模。2015~2017 年，公司产业园区土地整理投资业务分别实现收入 30.09 亿元、51.65 亿元和 47.91 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司一级土地整理面积和一级土地整理规划计容建筑面积分别为 759.53 万平方米和 887.63 万平方米；当期实现土地整理投资业务收入 33.86 亿元。

表 8：截至 2018 年 6 月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
固安区域	1,209,117.59	1,705,231.21
霸州区域	1,201,615.22	1,681,537.80
永清区域	-	956,954.57
文安区域	66,600.00	201,076.44
涿州区域	-	693,449.94
大厂区域	1,009,548.76	474,446.98
香河区域	31,382.32	878,467.38
广阳区域	201,055.00	-
廊坊开发区	294,931.64	85,943.54
北戴河新区	35,662.05	-
昌黎区域	-	248,844.55
怀来区域	66,000.33	904,508.93
涿鹿区域	119,333.00	41,700.00
来安区域	528,186.76	35,980.00
和县区域	44,689.00	-
江宁区域	297,333.48	-
南京开发区	121,906.33	-
高淳区域	-	53,329.52
嘉善区域	43,974.00	89,088.50
南浔区域	96,666.00	58,300.00
南湖区域	87,999.00	-
舒城区域	134,734.00	-
武陵区域	89,113.87	66,581.59
新郑区域	244,001.22	-
长葛区域	181,573.33	-
祥符区域	60,666.67	-
双柳区域	130,492.49	172,849.12
嘉鱼区域	202,523.00	-
团风区域	80,578.48	-
蒲江区域	100,234.00	-

彭山区域	339,054.00	-
邯郸区域	-	61,161.60
苏家屯区域	266,086.67	-
溧水区域	65,936.57	-
肥东区域	92,933.00	-
文登区域	-	466,876.00
溧平区域	151,334.00	-
合计	7,595,261.78	8,876,327.67

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产业发展服务

产业发展服务系公司产业新城建设业务的重要组成部分，公司主要依托园区经济发展定位，结合自有资源和渠道，寻找优秀企业进行入园谈判，最终实现企业入园落地投资。公司与麦肯锡、罗兰贝格等知名咨询机构保持长期战略合作关系，紧贴政策导向、以国际标准参与高品质的开发建设，为受托区域量身定做战略规划方案；通过“四港一基地”（产业港、科技港、商务港、孵化港和产业基地）的产业园产品，增强产业促进和快速发展能力。同时，在产业发展服务过程中，公司还可为拟入园企业提供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。

目前公司在全球拥有约 4,600 人的产业发展团队，已形成较为完整的招商体系，从产业研究规划、产业落地谋划、全球资源匹配、承载平台建设到全程服务运营，为所在区域提供产业升级的全流程综合解决方案。2017 年公司积极整合资源，与奥地利奥钢联集团、益海嘉里、南京知行新能源汽车技术开发有限公司、北京秦淮数据有限公司、北京亿安天下科技股份有限公司、中国航天三江集团公司、鸿富晋精密工业（太原）有限公司等世界 500 强及规模型龙头企业招商签约，以龙头企业为引领，推动产业链上下游企业集群集聚，扩大区域产业影响力。此外，公司还布局“一带一路”沿线重点区域，拓展海外产业园区，在新加坡、印度尼西亚、越南、菲律宾、马来西亚、印度、埃及、文莱、缅甸、美国等国家设有常驻机构，已开发运营唐格朗（Tangerang）、卡拉旺（Karawang）等产业园区项目。

受益于较强的招商引资能力和园区投资建设

能力,近年来公司产业园区签约入园企业和投资金额均增长较快。2015~2017年,公司投资运营的园区新增签约入园企业分别为173家、436家和635家,新增签约投资额分别为536.70亿元、1,122.40亿元和1,650.60亿元。2015~2017年,公司投资运营的产业园区实现产业发展服务收入分别为63.43亿元、109.72亿元和230.86亿元,随着公司产业发展服务进入规模结算期,其收入规模将继续提升。2018年1~6月,公司投资运营的园区新增签约入园企业445家,新增签约投资额956.60亿元,实现产业发展服务收入109.27亿元。

表 9: 2015~2018.H1 公司园区业务运营情况

单位: 个、亿元				
项目	2015	2016	2017	2018.H1
新拓展园区	9	11	21	10
新增签约入园企业	173	436	635	445
其中: 固安产业新城	37	130	99	50
新增签约投资金额	536.70	1,122.40	1,650.60	956.60
其中: 固安产业新城	127.60	202.30	163.30	30.00
期末累计签约入园企业	830	1266	1901	2346
其中: 固安产业新城	393	523	622	672
期末累计签约投资金额	2,202.23	3,324.63	4,975.23	5,931.83
其中: 固安产业新城	1,074.94	1,277.24	1,440.54	1,470.54

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

固安区域在产业发展方面聚焦以科技创新为引领的先进制造业,重点发展新型显示、航空航天、生物医药三大主导产业,先导培育智能网联汽车产业,同步发展临空服务、文体康养和都市农业三大特色产业。目前固安区域已形成固安肽谷生物医药产业园、固安航天产业基地、固安卫星导航产业港、清华大学重大科技项目(固安)中试孵化基地、电子商务产业园、固安新型显示产业园等一批特色产业园,截至2018年上半年末已陆续引进中国航天科技集团、中国航天科工集团、河北航天振邦精密机械有限公司、维信诺(固安)科技有限公司等多家代表性企业,高端产业和新兴产业升级态势初现。2017年,固安区域产业园区新增签约企业99家,新增签约投资额163.30亿元。2018年上半年,固安区域产业园区新增签约企业50家,新增签约投资额30.00亿元。

表 10: 2015~2018 年上半年公司主要园区产业定位及招商引资概况

区域	园区	产业定位	2015 年招商引资概况	2016 年招商引资概况	2017 年招商引资概况	2018 年上半年招商引资概况
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	新增签约企业 37 家, 新增签约投资额 127.60 亿元	新增签约企业 130 家, 新增签约投资额 202.30 亿元	新增签约入园企业 99 家, 新增签约投资额 163.30 亿元	新增签约入园企业 50 家, 新增签约投资额 30.00 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 26 家, 新增签约投资额 82.80 亿元	新增签约企业 79 家, 新增签约投资额 143.90 亿元	新增签约入园企业 56 家, 新增签约投资额 92.83 亿元	新增签约入园企业 6 家, 新增签约投资额 8.00 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 8 家, 新增签约投资额 31.40 亿元	新增签约企业 8 家, 新增签约投资额 56.10 亿元	新增签约入园企业 22 家, 新增签约投资额 136.70 亿元	新增签约入园企业 49 家, 新增签约投资额 76.90 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 14 家, 新增签约投资额 58.60 亿元	新增签约企业 10 家, 新增签约投资额 131.30 亿元	新增签约入园企业 20 家, 新增签约投资额 20.67 亿元	新增签约入园企业 11 家, 新增签约投资额 7.40 亿元
香河	香河园区	机器人	新增签约入园企业 17 家, 新增签约投资额 43.00 亿元	新增签约企业 44 家, 新增签约投资额 77.70 亿元	新增签约入园企业 42 家, 新增签约投资额 91.20 亿元	新增签约入园企业 3 家, 新增签约投资额 0.60 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8家,新增签约投资额96.80亿元	新增签约企业9家,新增签约投资额43.30亿元	新增签约入园企业23家,新增签约投资额73.10亿元	新增签约入园企业13家,新增签约投资额26.30亿元
永清	永清园区	智能控制、临空高新技术	签约企业5家,累计签约投资额1.40亿元	新增签约企业11家,新增签约投资额11.50亿元	新增签约入园企业12家,新增签约投资额57.30亿元	新增签约入园企业2家,新增签约投资额1.00亿元
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30家,新增签约投资额12.80亿元	新增签约企业60家,新增签约投资额42.70亿元	新增签约入园企业93家,新增签约投资额135.98亿元	新增签约入园企业35家,新增签约投资额80.60亿元
无锡	无锡梁溪滨河南城	传感设备、大数据、智慧医疗	新增签约入园企业13家,新增签约投资额8.20亿元	新增签约企业11家,新增签约投资额12.40亿元	新增签约入园企业14家,新增签约投资额27.68亿元	新增签约入园企业7家,新增签约投资额19.30亿元
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	-	新增签约企业17家,新增签约投资额45.30亿元	新增签约入园企业19家,新增签约投资额80.25亿元	新增签约入园企业8家,新增签约投资额29.40亿元
溧水区域	溧水园区	下一代汽车、智能制造、现代服务业	-	新增签约企业6家,新增签约投资额27.60亿元	新增签约入园企业48家,新增签约投资额22.74亿元	新增签约入园企业47家,新增签约投资额48.30亿元
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	-	新增签约企业10家,新增签约投资额35.00亿元	新增签约入园企业25家,新增签约投资额45.10亿元	新增签约入园企业24家,新增签约投资额36.10亿元
舒城区域	舒城园区	集成电路、新型显示、智能终端	-	新增签约企业9家,新增签约投资额118.90亿元	新增签约入园企业23家,新增签约投资额73.10亿元	新增签约入园企业8家,新增签约投资额22.50亿元

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

区域拓展方面，公司现有产业园区围绕京津冀区域，同时近年加大了向经济较为发达的长三角、珠三角、长江中游城市群、成渝城市群、中原城市群等区域拓展的力度，为公司未来取得可持续的产业服务收入创造了条件。随着公司与工信部、航天科工、清华大学、京东及国能集团等建立合作关系，公司产业服务能力不断提升，对企业的吸引力亦不断增强。

此外，基础设施建设业务方面，政府委托公司开展园区基础设施建设，公司为园区基础设施设立项目主体，但土地不属公司所有。公司筹措资金，在委托工业园区内进行道路、供水、供电、供暖、排水设施、公共项目等基础设施建设，在工程竣工验收后，在双方共同确认的基础上确认收入。2015~2017年公司确认的基础设施建设收入分别为0.38亿元、7.47亿元和1.62亿元，受基础设施建设需求阶段性变化影响有所波动。另园区综合服务业务在公司营业总收入占比较小，2015~2017年公司实现园区综合服务分别为3.84亿元、4.07亿元和4.17亿元。2018年1~6月，公司分别实现基础设施建设收入和园区综合服务收入1.02亿元和0.41亿元。

房地产开发业务

在开发建设产业新城的同时，公司亦开展房地产开发业务，包括园区配套住宅及城市地产开发业务。园区配套住宅地产方面，公司针对入园企业员工、城镇化进程中的刚性需求客户，推出“首改首置”产品，且产品均布局在公司开发运营的产业新城内，包括固安孔雀城、固安大卫城、固安英国宫、大厂潮白河孔雀城、香河大运河孔雀城、霸州温泉孔雀城等项目；城市地产开发方面，公司适当面向中高端客户推出“再改”产品，产品主要围绕公司开发运营的产业新城周边，包括廊坊华夏铂宫、廊坊幸福城润园、廊坊幸福城朗园以及北京丰台华夏幸福创新中心等。经过多年开发销售，公司形成了包括“京郊生态小镇连锁品牌-孔雀城”、“京郊轻轨新城连锁品牌-大卫城”、“都市精品-华夏系列”和“人文新镇连锁品牌-兰亭系列”等较为成熟的产品线。近年来，公司聚焦“孔雀城”品牌，形成“规模+品牌”优势，致力于环北京城市周边，并积极拓展环上海等其他经济热点区域的房地产项目开发，快速进入全国地产行业第一阵营。2015~2017年及2018年1~6月，公司实现房地产开发业务收入分别为

279.68 亿元、353.75 亿元、289.31 亿元和 189.71 亿元。

表 11: 2015~2018.H1 公司房地产业务开工竣工情况

	单位: 万平方米			
	2015	2016	2017	2018.H1
期末在建面积	1,729.49	2,067.63	2,387.81	2,566.77
在建项目数量	85	121	122	114
新开工面积	776.78	950.88	1,081.98	-
累计竣工面积	383.47	521.57	2,030.46	2,312.39

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从项目运作情况来看, 公司根据房地产市场环境变化及其自身发展情况, 适时调整开发节奏及区域布局。2015~2017 年, 公司新开工面积分别为 776.78 万平方米、950.88 万平方米和 1,081.98 万平方米, 其中 2016 年以来公司加大项目开发节奏, 新开工面积不断增长; 同期末公司累计竣工面积分别为 383.47 万平方米、521.57 万平方米和 2,030.46 万平方米。截至 2018 年 6 月末, 公司在建项目 114 个, 在建面积合计 2,566.77 万平方米, 较大体量的开发项目在为公司业务增长提供支撑的同时, 亦使公司面临一定的资本支出压力。

销售方面, 受京津冀经济一体化发展等政策利好影响, 同时园区基础建设的日益完善和招商引资工作的快速发展使园区整体价值获得提升。2015~2017 年, 公司房地产业务实现签约销售面积分别为 770.94 万平方米、952.56 万平方米和 951.18 万平方米, 其中 2017 年小幅下降系受到区域规划调整及环京地区房地产市场调控政策的影响, 部分开盘项目去化率下降影响; 同期签约销售金额逐年保持增长, 分别为 616.09 亿元、1,005.49 亿元和 1,200.51 亿元, 年均复合增长率为 39.59%。从销售均价来看, 得益于产业园区的异地复制, 公司房地产业务区域布局不断优化, 2015~2017 年销售均价分别为 0.80 万元/平方米、1.06 万元/平方米和 1.26 万元/平方米。2018 年 1~6 月, 公司实现签约销售面积 712.37 万平方米, 签约销售金额 638.12 亿元, 销售均价为 0.90 万元/平方米。

表 12: 2015~2018.H1 公司房地产业务运营情况

	单位: 万平方米、亿元、万元/平方米			
	2015	2016	2017	2018.H1
签约销售面积	770.94	952.56	951.18	712.37
签约销售金额	616.09	1,005.49	1,200.51	638.12
销售均价	0.80	1.06	1.26	0.90

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从项目销售的区域分布来看, 目前公司销售收入贡献以环北京区域为主, 其中廊坊、固安、大厂和香河区域销售占比较大, 2015~2017 年环北京区域合计占签约销售面积的 93%、92%和 66%; 但随着异地复制的不断推进, 2017 年环上海区域销售占比大幅提升, 由上年的 7%提升至 23%; 以沈阳为主的其他区域销售占比亦有所提升, 由上年的 1%提升至 10%。2018 年 1~6 月, 环北京区域签约销售面积占比较 2017 年末进一步下降至 54%, 环上海区域和其他区域分别提升至 27%和 19%。总的来看, 公司房地产项目销售贡献主要来自环北京区域, 但近年来受异地复制加快影响环上海区域和其他区域占比上升较快。

表 13: 2015~2018.H1 房地产业务销售面积区域分布情况

区域	2015	2016	2017	2018.H1	
北京丰台	1%	-	-	-	
固安	26%	16%	14%	9%	
牛驼	3%	2%	-	-	
大厂	28%	10%	4%	7%	
廊坊	15%	32%	13%	11%	
天津	1%	-	-	-	
香河	10%	7%	4%	2%	
环北京区域	霸州	2%	5%	5%	5%
任丘	-	4%	2%	-	
永清	1%	11%	9%	2%	
怀来	6%	5%	4%	14%	
涿州	-	-	9%	2%	
北戴河新区	-	-	1%	2%	
文安	-	-	1%	-	
嘉善	-	6%	8%	4%	
镇江	2%	-	-	-	
环上海区域	无锡	3%	1%	-	-
和县	-	-	2%	1%	
来安	-	-	8%	6%	

	舒城	-	-	3%	4%
	南浔	-	-	2%	2%
	德清	-	-	-	2%
	环南京 开发区	-	-	-	7%
	溧水	-	-	-	1%
	沈阳	3%	1%	4%	4%
	长沙	-	-	4%	-
	武陟	-	-	2%	9%
其他区域	江门	-	-	-	-
	国际	-	-	-	2%
	武汉	-	-	-	2%
	新郑	-	-	-	-
	长葛	-	-	-	2%
合计	100%	100%	100%	100%	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，从可供出售面积来看，截至 2018 年 6 月末，公司房地产项目可供出售面积为 242.06 万平方米，其中环北京区域可供出售面积为 218.14 亿

元，占比达为 90.12%。我们关注到，公司可供出售项目集中在京津冀等重点限购限贷政策的调控区域，需关注其后续去化情况。

在建项目方面，截至 2018 年 6 月末，公司房地产业务在建项目合计 114 个，在建项目规划计容建筑面积合计 3,599.37 万平方米，其中在建面积约 2,514.52 万平方米，在建项目计划投资总额为 2,584.22 亿元。从区域分布来看，公司在建项目主要集中在固安、廊坊、大厂、香河等环北京区域及环上海区域的嘉善和来安，上述地区在建面积占在建项目总面积的比例分别为 15.46%、10.41%、6.80%、7.60%、7.21%和 6.13%，合计占比达 53.61%。总体看，公司房地产项目资源较为充足，在对公司业绩形成强有力支撑的同时亦对公司的资金支出提出较高要求。

表 14：截至 2018 年 6 月末公司房地产业务在建项目建设情况

单位：万平方米、亿元

区域	项目个数	业态	占地面积	规划计容建筑面积	在建面积	计划总投资
环北京区域	北京丰台 (2 个)	写字楼	13.88	33.32	58.74	80.10
	固安 (12 个)	住宅及配套	287.52	900.35	388.82	373.93
	牛驼 (5 个)	住宅及配套	35.52	32.87	29.78	54.37
	大厂 (6 个)	住宅及配套	303.04	571.05	170.97	416.95
	廊坊 (8 个)	住宅及配套	215.21	400.90	261.79	312.41
	香河 (6 个)	住宅及配套	169.10	312.40	191.10	258.68
	霸州 (5 个)	住宅及配套	95.14	137.48	128.93	141.60
	任丘 (3 个)	住宅及配套	52.50	82.45	84.44	49.55
	永清 (2 个)	住宅及配套	30.03	52.41	66.18	52.79
	怀来 (6 个)	住宅及配套	52.07	93.68	94.79	63.91
	涿州 (2 个)	住宅及配套	52.10	114.34	128.08	97.69
	北戴河新区 (3 个)	住宅及配套、 独立商业	42.14	34.07	43.35	29.00
	文安 (1 个)	住宅及配套	9.71	19.43	24.10	26.87
环上海区域	嘉善 (12 个)	住宅及配套	67.15	151.11	181.28	152.66
	镇江 (1 个)	住宅及配套	16.26	37.16	16.12	25.89
	无锡 (2 个)	住宅及配套	3.84	13.05	15.82	8.77
	和县 (2 个)	住宅及配套	22.90	44.94	61.47	32.54
	来安 (10 个)	住宅及配套	65.72	123.57	154.10	103.15
	舒城 (5 个)	住宅及配套	32.26	54.99	70.95	37.02
	南浔 (2 个)	住宅及配套	18.82	36.04	49.58	29.34
	德清 (1 个)	住宅及配套	6.40	10.87	15.43	7.50
	江宁 (1 个)	住宅及配套	2.48	6.15	4.02	24.05
	溧水 (2 个)	住宅及配套	7.86	15.13	20.87	19.07
其他区域	沈阳 (7 个)	住宅及配套	135.12	159.10	108.90	87.44
	武陟 (2 个)	住宅及配套	27.56	46.91	53.13	23.41

武汉 (3 个)	住宅及配套	25.35	32.04	35.27	21.52
江门 (1 个)	住宅及配套	6.90	17.26	17.18	19.33
国际 (1 个)	住宅及配套	102.56	51.84	36.91	27.47
长葛 (1 个)	住宅及配套	9.66	14.48	2.42	7.21
合计 (114 个)		1,908.82	3,599.37	2,514.52	2,584.22

注：上述数据系经四舍五入处理，故单项求和存在尾差

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地获取方面，在受托产业新城开发建设业务中，公司通过介入园区前期的规划和建设，能够以较低的土地获取成本在园区及周边地区积极布局配套住宅和城市地产项目，以此来平衡前期公司在园区土地整理和基础设施方面的投入成本。由于产业园区具有成片开发和持续开发的特点，随着产业园区的发展成熟及受托区域的不断拓展，公司不断复制园区地产开发模式，一级土地开发整理可为二级开发提供资源基础。截至 2018 年 6 月末，公司持有待开发的土地储备面积为 479.21 万平方米，按 2016 及 2017 年两年的平均新开工面积计算，公司土地储备规模一般。具体区域来看，环京地区持有待开发的土地储备面积仍较大，以霸州区域、固安区域、怀来区域、永清区域和涿州区域为主，上述五个区域合计占比达 65.30%，区域集中度较高。

表 15：截至 2018 年 6 月末公司土地储备情况

单位：平方米

区域	持有待开发土地的面积
固安区域	720,987.07
霸州区域	958,014.00
永清区域	489,359.93
文安区域	100,538.22
涿州区域	373,937.97
大厂区域	228,525.09
香河区域	273,209.55
廊坊开发区	44,305.10
昌黎区域	317,400.60
怀来区域	586,816.25
涿鹿区域	34,746.67
来安区域	17,990.00
高淳区域	41,022.71
嘉善区域	35,635.40
南浔区域	53,999.00
武陟区域	51,352.65
双柳区域	75,151.79
邯郸区域	30,580.80
文登区域	358,480.00
合计	4,792,052.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，经过多年发展，公司已形成“园区+地产”独特的业务模式，在运营过程中能够充分发挥园区和地产的协同效应。近年来公司持续深耕京津冀区域，同时积极进行异地复制，产业发展服务和房地产开发业务均实现较好发展。但中诚信证评也关注到，公司可供出售项目集中在京津冀等重点限购限贷政策的调控区域，需关注其后续去化情况；同时公司产业新城建设和房地产开发业务投资规模较大、业务周期较长，未来或将面临较大的投融资压力。

公司治理

治理结构

公司按照《公司法》及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由股东大会、董事会、监事会、经营层组成的治理结构体系；同时建立了较为完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、权责分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。

股东大会是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会的报告及其他重大事项等。公司董事会在股东大会授权范围内，决定公司对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易等事项，并向股东大会报告工作。公司董事会下设审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等四个专门委员会，架构合理。监事会由三名监事组成，其中职工代表监事一名。公司总部设立了战略规划中心、财务管理中心、融资中心等职能部门，主要负责制定公司战略、经营计划、资本运营、重大决策等。同时，设立了产业新城集团、产业小镇集团、孔雀城住宅集团、产业发展集团和物业集团等业务集团，形成了总部、业务集团和区域公司的分层次

组织架构。

2018年10月,根据2018年第十次临时股东大会决议,公司通过了关于修改公司章程的议案,修改后公司章程约定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。同时,公司董事会由八名董事增加为九名董事,并增设副董事长1人;且公司根据需要可设副总裁若干名,其中必须包含1名分管财务及融资的副总裁。此外,此次临时股东大会还通过了关于选举董事的议案,平安人寿向公司会提名两名董事候选人,孟森及王威作为候选人当选。截至本报告出具日,公司董事会由9名成员组成³,包括董事长王文学先生,5名董事吴向东⁴、孟惊、赵鸿靖、孟森和王威先生,以及3名独立董事朱武祥、张奇峰、王京伟先生。其中,孟森原为平安人寿投资管理中心负责人,王威原为平安不动产资本有限公司董事总经理,吴向东历任华润置地有限公司常务副总经理、董事总经理、董事会主席等职务,2019年2月被聘任为公司首席执行官暨总裁。此外,俞建于2018年10月被聘任为公司分管财务及融资等业务的联席总裁,俞建曾任华润置地有限公司执行董事、高级副总裁、首席执行官。整体而言,平安人寿入股后在公司治理结构方面的参与程度明显增加,将有助于中国平安与公司协同战略的实施。

内部控制

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

预算管理方面,公司制定《预算管理流程与规范》明确预算管理目的与原则,规范预算编制及审批流程,界定预算委员会、财务管理部门和其他管

理部门在预算管理中相应的职责范围。

会计管理方面,公司制定并发布《会计核算手册》对公司现行会计政策进行界定。财务管理部门负责会计政策的修订与统一归档,并通过OA系统及时发布有关制度及其处理细则供全体财务人员使用。董事会和其他管理人员高度重视财务管理体系及会计信息的质量,通过建立权责分离的财务管理体系和财务运行机制保证财务数据完整、真实。

销售管理方面,公司严格遵守国家房地产相关法律法规的要求,制定《营销管理流程》、《销售价格确定工作指引》、《销售合同管理工作指引》等文件,规范营销工作的统筹管理、项目定价、合约管理等工作。

工程项目管理方面,公司已制定《项目工程管理流程》、《工程质量管理作业指引》、《项目设计管理流程》等制度规范工程建设开工的各项准备工作,以确保所有工程建设开工前均已满足必备开工条件。公司依据制度严格筛选监理单位和施工单位,同时制定了适当的施工组织和施工计划,确保项目进度及质量得到有效的监督和控制。工程付款依据《付款结算管理办法》、工程进度计划和合同付款条件等制定资金支付计划并按照计划安排付款。公司管理层定期复核资金支付计划,保证资金管理清晰,确保工程项目施工有序。公司制定《项目竣工验收及物业移交作业指引》规范竣工验收工作。公司严格按照该指引进行工程验收,确保竣工工程交付完整,保证竣工工程不存在重大质量隐患。

对外担保方面,公司已制定《对外担保管理办法》,明确规定对外担保对象的审查、担保合同的订立、担保的风险管理、担保的信息披露、担保相关人员责任等事项。公司对子公司提供担保适用上述《对外担保管理办法》。公司担保形式包括保证、抵押、质押及开立信用证等。公司对外担保实行统一管理,非经公司董事会或股东大会审议批准,任何人无权以公司名义对外提供任何形式的担保。

整体看,公司建立了规范合理的法人治理结构和良好的内部控制机制,对公司经营管理起到了积极作用。

³ 公司原董事胡学文及郭绍增分别于2018年9月及2019年2月辞职。

⁴ 公司于2019年2月19日召开第六届董事会第六十三次会议审议同意提名吴向东先生为公司第六届董事,该提名议案尚需提交公司2019年3月7日召开的第三次临时股东大会审议通过。

战略规划

公司坚持“成为全球产业新城的引领者”，秉持“以产兴城、以城带产、产城融合、城乡一体”的系统化发展理念，聚焦精耕核心城市群，全面开放合作，坚持高周转，进一步落实和优化“以区域为单元”的经营体系。公司在项目拓展方面将继续紧跟国家京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区发展等国家战略，依托核心城市群加快布局拓展；同时开拓海外产业新城业务，围绕大型核心城市快速布局。公司亦将推进业务的全面开放合作，加快落地产业新城基金等新业态合作；全面开放住宅开发合作并分区域推进；通过合作提升产业小镇开发运营能力。

在经营投资能力及管控水平方面，公司注重现金流管理水平的优化提升，将从投资能力、资产管理能力、风险管理体系等方面继续完善产业新城经营投资体系，不断优化投资策略，增强经营投资能力。公司房地产开发业务将落实高周转策略，同时还将继续保持和开拓丰富的融资渠道，重视融资成本的控制。此外，公司还注重内部质量管理，将通过业务流程的标准化、质量标准化体系的建立与推广，构建长久发展的管理架构，全面提升产品品质与客户满意度。

总体来看，公司根据外部环境及其自身经营实际制定的战略规划较符合公司现阶段发展需求。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年三季度财务报表。

资本结构

近年来随着园区开发及房地产业务投入不断扩大，公司资产规模持续增长。2015~2017 年末，公司资产总额分别为 1,686.23 亿元、2,499.03 亿元和 3,758.65 亿元，年均复合增长率达 49.30%。同时，园区拓展对资金需求持续增长，公司负债规模亦呈现较快增长，2015~2017 年末公司总负债分别为 1,429.93 亿元、2,118.72 亿元和 3,048.32 亿元，

年均复合增长率为 46.01%。自有资本实力方面，得益于利润留存和少数股东权益逐年增加，公司自有资本实力不断夯实，2015~2017 年末所有者权益（含少数股东权益）合计分别为 256.30 亿元、380.32 亿元和 710.33 亿元，近三年年均复合增长率 66.48%。截至 2018 年 9 月末，公司资产总额小幅上升至 3,973.87 亿元，同时负债规模升至 3,355.07 亿元，受少数股东权益下降的影响，公司所有者权益减少至 618.81 亿元。

图 8：2015~2018.Q3 公司资本结构分析



资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

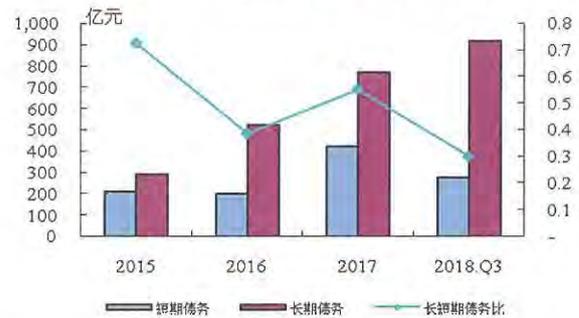
从资产构成来看，公司资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，2015~2017 年末上述科目合计占流动资产的比重保持在 93% 以上。具体来看，2015~2017 年末公司货币资金分别为 368.02 亿元、455.03 亿元和 681.05 亿元，年均复合增长率为 36.04%，年均复合增长率为 36.04%，主要系银行存款的增加。同期末公司应收账款分别为 71.77 亿元、95.01 亿元和 189.10 亿元，主要为与政府结算款项，其中 2017 年末同比大幅增长 99.04%，主要系应收政府园区结算款的增加；账龄方面，2017 年末应收账款账龄 98% 以上为 1 年以内，其中 1 年以内应收固安工业园区财政分局占比 27.43%、应收大厂回族自治县财政局占比 21.64%、应收河北沙城经济开发区管理委员会占比 14.01%、应收固安新兴产业示范区财政分局占比 13.26%、应收沈水生态科技创新管理委员会占比 4.00%，公司未对其相关应收账款计提坏账准备；但考虑到其回收进度较大程度依赖于区域内政府收入，仍需对资金收回情况保持关注。2015~2017 年末公司存货余额分别为 1,006.21 亿元、1,473.45 亿元和 2,297.94 亿元，主要由开发成本、土地整理、

完工开发产品及基础设施建设构成，其中 2017 年末开发成本及完工开发产品合计 1,380.63 亿元，占比为 60.08%。同期末其他流动资产账面价值分别为 39.08 亿元、75.32 亿元和 127.65 亿元，其中 2017 年末其他流动资产中对第三方的委托贷款规模 17.02 亿元。此外，2017 年末公司其他应收款账面余额 105.87 亿元，计提坏账准备 6.00 亿元；其他应收款中大部分为土地保证金和信托业保障基金，资金回收时间仍存在一定的不确定性。截至 2018 年 9 月末，公司流动资产 3,671.84 亿元，其中货币资金 379.07 亿元、应收账款 314.63 亿元、存货 2,539.09 亿元、其他流动资产 168.91 亿元、其他应收款 160.02 亿元。

负债方面，公司负债主要由应付账款、预收款项和有息债务构成。2015~2017 年末，公司应付账款分别为 160.27 亿元、204.25 亿元和 254.22 亿元，应付账款对象主要为地方政府，大部分为应付工程款，账龄在 1 年以内的占比为 86.03%；同期末预收款项分别为 672.55 亿元、1,025.48 亿元和 1,324.76 亿元，主要为预收购房款。截至 2018 年 9 月末，公司应付账款 323.89 亿元，较上年末上升 27.41%；预收账款 1,525.36 亿元，较上年末增长 15.14%。

有息债务方面，由于园区拓展对外部资金较为依赖，近年来公司债务规模增长较快，2015~2017 年末公司有息债务分别为 501.39 亿元、722.11 亿元和 1,190.10 亿元，近三年年均复合增长率达 54.07%；从债务期限结构来看，同期末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.72 倍、0.39 倍和 0.55 倍，近年来公司通过发行公司债券、中期票据、PPP 资产证券化产品等方式拓宽长期融资渠道，其债务期限结构较为合理。截至 2018 年 9 月末，随着园区及房地产项目的逐步推进，总债务规模为 1,195.72 亿元，长短期债务比下降至 0.31 倍。

图 9：2015~2018.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

所有者权益方面，公司所有者权益主要由未分配利润、其他权益工具和少数股东权益构成。受益于持续增长的营业总收入和很强的盈利能力，公司不断累积未分配利润，截至 2017 年末未分配利润为 201.99 亿元，占所有者权益比重为 28.44%；同期末公司其他权益工具中的永续债主要系发行的可续期委托贷款，其中 2017 年公司新发行 4 笔可续期委托贷款使得当年末其他权益工具同比增加 80 亿元，占所有者权益比重为 12.67%。另外，近年来多家信托及资产管理公司向公司子公司增资并取得少数股权，使得公司少数股东权益逐年增加，2017 年末少数股东权益增至 339.38 亿元，占所有者权益比重为 47.78%。截至 2018 年 9 月末，公司其他权益工具中的永续债和少数股东权益分别为 90.00 亿元和 213.27 亿元，占同期末所有者权益的比重分别为 14.54%和 34.47%。2018 年以来，尽管随着少数股东权益约定到期的回购，公司少数股东权益占比略有下降，但其整体规模仍处于较高水平。

财务杠杆比率方面，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 84.80%、84.78%和 81.10%；净负债率分别为 52.04%、70.23%和 71.66%。若考虑永续债发行情况，2017 年末其实际资产负债率和净负债率分别为 83.50%和 84.33%。截至 2018 年 9 月末，公司资产负债率和净负债率分别为 84.43%和 131.97%。

总体来看，近年来随着园区开发及房地产业务投入的不断扩大，公司负债规模持续增长；同时受益于不断拓宽的融资渠道，公司债务期限结构较为合理。但中诚信证评也关注到，公司应收账款等资

金收回情况及发行的可续期委托贷款后续偿还情况需保持关注；同时近年由于金融机构向公司子公司增资，其少数股权权益规模较大，或将面临一定的股权回购压力。

流动性

公司资产主要以流动资产为主，2015~2017年末，公司流动资产占同期总资产的比例分别为91.19%、89.46%和92.72%，占比始终保持在89%以上。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2015~2017年末，公司货币资金和存货占同期流动资产的比例分别为89.37%、86.26%和85.48%。2018年9月末公司流动资产占总资产的比重为92.40%，货币资金和存货合计占流动资产的比重为79.47%。

表 16：2015~2018.Q3 公司流动资产分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
流动资产/总资产	91.19%	89.46%	92.72%	92.40%
存货/流动资产	65.44%	65.91%	65.94%	69.15%
货币资金/流动资产	23.93%	20.35%	19.54%	10.32%
(存货+货币资金)/流动资产	89.37%	86.26%	85.48%	79.47%

资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

存货方面，2015~2017年末公司存货净额分别为1,006.21亿元、1,473.45亿元和2,297.94亿元，由于园区土地整理、基础设施建设、工程施工及房地产开发成本逐年增加，公司存货规模增长较快。其中，2017年末公司存货中开发成本和完工开发产品占比分别为57.10%和2.79%，开发成本和完工开发产品主要分布于环北京地区，后续房地产市场调控政策或对其销售回款带来一定的不确定性。

表 17：2015~2017 年公司存货分析

项目	2015	2016	2017
存货（亿元）	1,006.21	1,473.45	2,297.94
土地整理/存货	22.30%	24.25%	26.56%
基础设施建设/存货	6.97%	5.37%	9.98%
工程施工/存货	8.37%	7.25%	1.46%
开发成本/存货	53.88%	56.73%	57.10%
完工开发产品/存货	7.11%	4.32%	2.79%

资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

周转效率方面，2015~2017年公司存货周转率分别为0.28次、0.29次和0.16次，其中2017年同比下降0.13个百分点系受到区域调控政策影响，公

司放缓项目推盘节奏所致；同期，公司总资产周转率分别为0.27次、0.26次和0.19次。

现金流方面，2015~2017年公司经营性净现金流分别为74.50亿元、77.63亿元和-162.28亿元，2015~2016年受房地产业务回款情况较好影响均呈现净流入状态；2017年在近三年首次出现负值，系公司业务扩张，新区域支出增加所致。同期公司经营净现金流/短期债务分别为0.35倍、0.39倍和-0.38倍，经营活动现金流对其短期债务尚不能形成良好保障。2018年1~9月，公司经营净现金流仍呈现净流出状态，为-76.60亿元，其对债务保障能力仍有限。

货币资金方面，近年来公司货币资金规模快速增长，2015~2017年末公司货币资金分别为368.02亿元、455.03亿元和681.05亿元，近三年年均复合增长率为36.04%；同期末货币资金/短期债务比分别为1.75倍、2.26倍和1.61倍，货币资金对短期债务的覆盖程度较强。

表 18：2015~2018.Q3 公司部分流动性指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金（亿元）	368.02	455.03	681.05	379.07
经营活动现金流净额（亿元）	74.50	77.63	-162.28	-76.60
经营净现金流/短期债务（X）	0.35	0.39	-0.38	-0.36
货币资金/短期债务（X）	1.75	2.26	1.61	1.34

资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

总体来看，受推盘节奏放缓影响，公司资产周转速度有所下降，且随着园区业务的扩张经营性现金流呈现净流出状态。但公司手持货币资金充足，对短期债务形成了充分的保障。

盈利能力

随着产业发展服务、土地整理、房地产开发等业务的拓展，近年来公司营业总收入持续增长。2015~2017年，公司分别实现营业总收入383.35亿元、538.21亿元和596.35亿元，年均复合增长率为24.73%；其中产业发展服务和房地产开发业务系公司收入的最主要来源，2017年分别实现收入230.86亿元和289.31亿元，同比增加110.41%和减少18.22%，占营业总收入的比重分别为38.93%和48.79%。2018年1~9月，公司实现营业总收入

451.41 亿元。此外，截至 2018 年 9 月末，公司预收款项为 1,525.36 亿元，较大规模的已售待结算资源为公司经营业绩的提升提供有力保障。

毛利率方面，2015~2017 年公司综合毛利率分别为 34.52%、33.03%和 47.93%，整体处于较高水平，其中 2017 年毛利率增长较快系受到结转的房地产项目毛利较高及综合服务业务毛利率上升较快影响。分板块来看，产业发展服务业务毛利率分别为 95.01%、95.75%和 92.25%，盈利能力很强；同期房地产业务毛利率分别为 24.61%、17.54%和 22.27%，该板块业务毛利率水平整体偏低。2018 年 1~9 月，公司营业毛利率为 45.37%。

期间费用方面，2015~2017 年公司期间费用分别为 37.89 亿元、60.61 亿元和 104.30 亿元，主要由管理费用和销售费用构成。随着公司经营规模的扩大，其管理费用和销售费用逐年增长，2017 年公司管理费用和销售费用分别为 74.88 亿元和 19.63 亿元，同比分别增长 106.68%和 4.68%，其中管理费用增幅较大系受到公司规模增长，人工薪酬等费用支出增加所致。此外，受公司融资规模扩大的影响，2017 年公司的财务费用同比增长 74.07%至 9.80 亿元。2015~2017 年公司期间费用占同期营业总收入的比例分别为 9.88%、11.26%和 17.49%，期间费用控制能力有待提高。2018 年 1~9 月，公司期间费用合计 74.04 亿元，三费收入占比 16.40%。

表 19：2015~2018.Q3 公司期间费用分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用（亿元）	12.36	18.75	19.63	12.61
管理费用（亿元）	25.52	36.23	74.88	53.72
财务费用（亿元）	0.01	5.63	9.80	7.71
三费合计（亿元）	37.89	60.61	104.30	74.04
营业总收入（亿元）	383.35	538.21	596.35	451.41
三费收入占比	9.88%	11.26%	17.49%	16.40%

数据来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015~2017 年公司利润总额分别为 69.49 亿元、89.76 亿元和 127.99 亿元。公司利润总额主要由经营性业务利润构成，近三年分别为 67.33 亿元、85.80 亿元和 129.69 亿元，其经营性业务盈利能力很强。2015~2017 年公司分别实现净利润 49.87 亿元、61.68 亿元和 88.07 亿元；所有者权益收益率分别为 19.46%、16.22%和 12.40%。

2018 年 1~9 月，公司实现经营性业务利润 107.34 亿元，当期实现利润总额 111.44 亿元，净利润 79.46 亿元，所有者权益收益率为 17.12%。

图 10：2015~2018.Q3 公司利润总额分析



资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来受行业景气度及政策调控影响，公司房地产业务收入规模有所下降，毛利率水平整体偏低；同时随着业务的扩张使得公司人工成本上升较快，期间费用控制能力有待加强。但得益于主要板块业务的良好发展，其营业总收入规模逐年增长，综合毛利率处于较高水平，整体盈利能力很强。

偿债能力

从债务规模来看，近年来公司的债务规模快速增长，截至 2017 年末，公司总债务规模达 1,190.10 亿元，其中短期债务为 423.02 亿元，长期债务为 710.33 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司债务规模为 1,195.72 亿元，长短期债务比为 0.31 倍。

获现能力方面，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 74.54 亿元、105.37 亿元和 154.90 亿元，得益于良好的盈利能力，公司经营所得逐年增加。从主要偿债能力指标来看，2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 6.73 倍、6.85 倍和 7.68 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.08 倍、2.17 倍和 2.69 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度较好。

表 20: 2015~2018.Q3 公司主要偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
短期债务 (亿元)	210.56	201.05	423.02	282.69
总债务 (亿元)	501.39	722.11	1,190.10	1,195.72
经营活动净现金流 (亿元)	74.50	77.63	-162.28	-76.60
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.35	0.39	-0.38	-0.36
EBITDA (亿元)	74.54	105.37	154.90	-
总债务/EBITDA (X)	6.73	6.85	7.68	-
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.08	2.17	2.69	-
资产负债率 (%)	84.80	84.78	81.10	84.43
净负债率 (%)	52.04	70.23	71.66	131.97

资料来源: 公司定期财务报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2018 年 9 月末, 华夏幸福担保金额合计 791.62 亿元, 其中公司与控股子公司或控股子公司相互间提供的担保金额为 790.12 亿元, 为对合营企业固安翌光科技有限公司提供的担保为 1.5 亿元, 或有风险较小。

财务弹性方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司合并口径获得的集团授信额度合计 3,565.00 亿元, 其中尚未使用授信额度 2,964.23 亿元, 且公司作为上市公司, 拥有直接融资渠道。此外, 自平安集团入股以来, 公司得到平安集团多种方式的直接及间接融资支持。

总体来看, 随着产业新城建设规模的不断扩大, 公司或面临较大的资本支出压力; 同时其债务持续增长, 经营活动现金流波动较大。但考虑到园区运营与地产开发相结合的模式使得公司营业收入持续增长, 且综合毛利率处于较高水平, 盈利能力及获现能力很强; 加之公司与主要银行保持良好的合作关系, 以及平安集团作为战略投资人在融资方面的支持, 公司备用流动性充足, 同时作为上市公司, 其拥有直接融资渠道, 整体对其债务本息的偿还提供有力的保障。

结 论

综上, 中诚信证评评定华夏幸福基业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“华夏幸福基业股份有限公司 2019 年公开发行公司债券 (第一期)”信用级别为 **AAA**。

关于华夏幸福基业股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

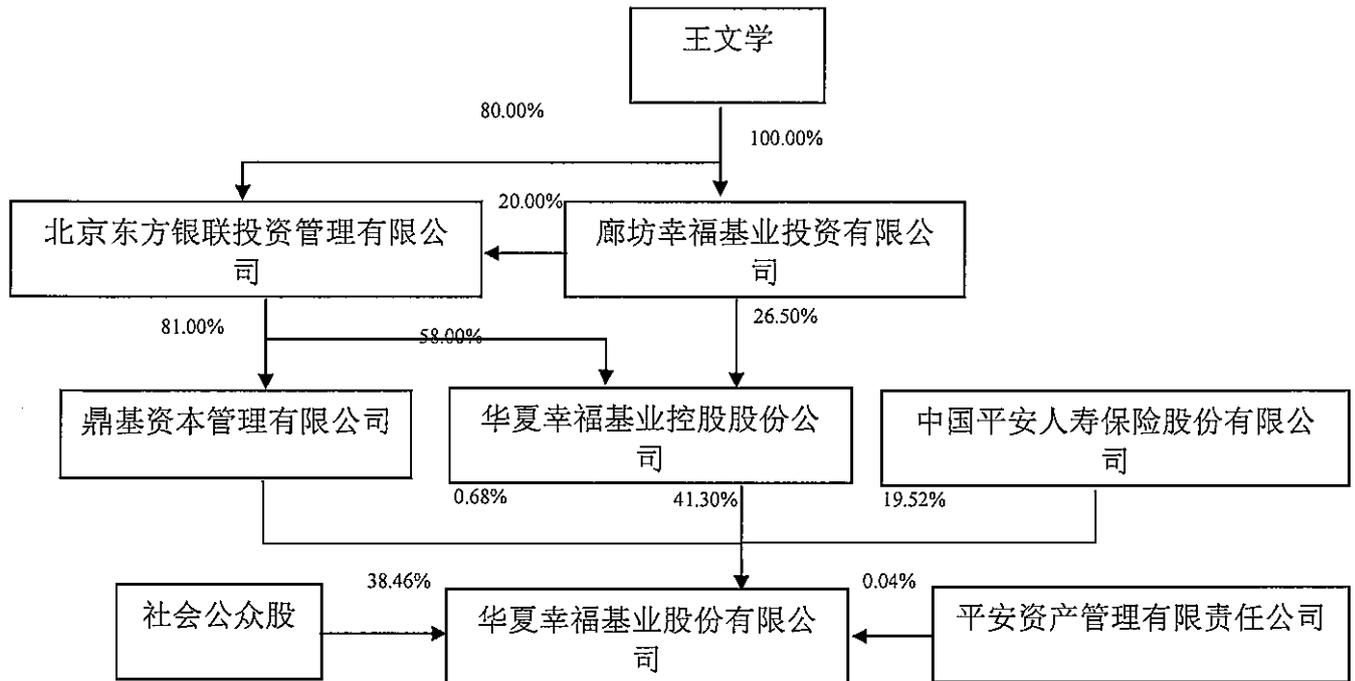
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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

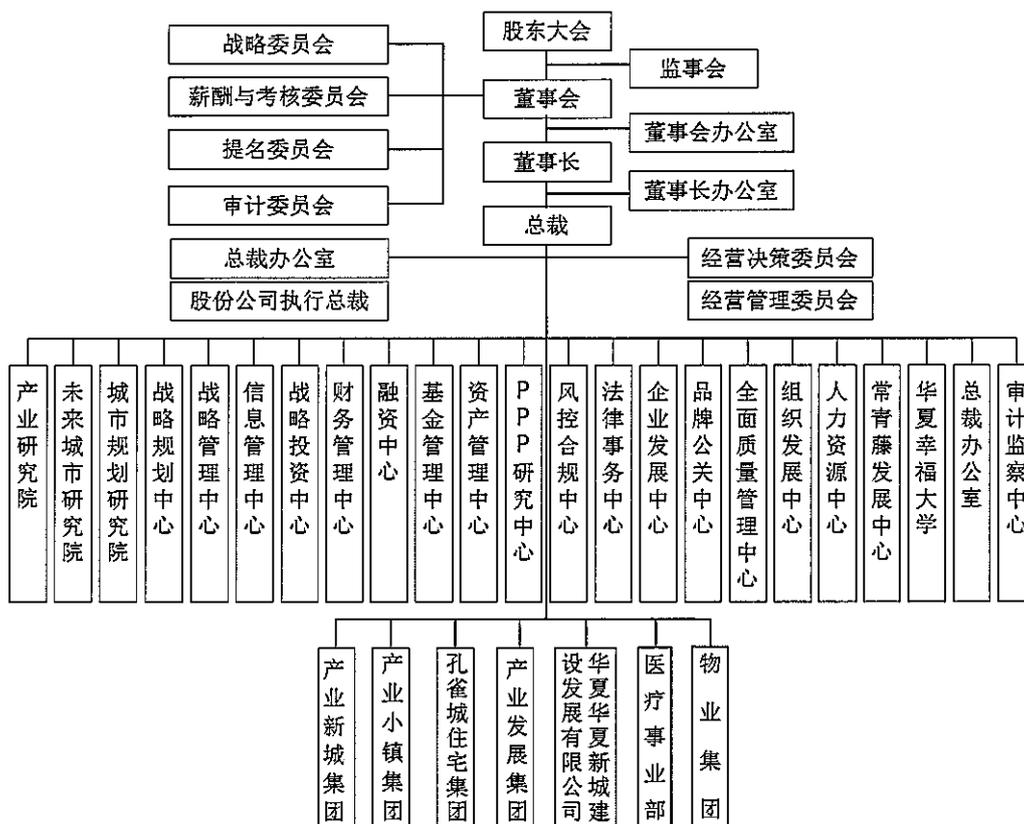
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

附一：华夏幸福基业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附二：华夏幸福基业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附三：华夏幸福基业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	3,680,167.43	4,550,308.81	6,810,488.49	3,790,727.99
应收账款净额	717,747.73	950,077.53	1,891,031.77	3,146,293.14
存货净额	10,062,119.82	14,734,474.93	22,979,438.54	25,390,869.05
流动资产	15,376,511.77	22,356,117.31	34,848,628.42	36,718,417.00
长期投资	65,900.69	186,597.86	463,373.43	486,105.68
固定资产合计	540,520.94	738,188.40	998,314.04	1,088,016.66
总资产	16,862,335.21	24,990,332.88	37,586,471.39	39,738,750.00
短期债务	2,105,569.39	2,010,509.56	4,230,193.82	2,826,899.13
长期债务	2,908,311.85	5,210,581.88	7,670,797.07	9,130,271.16
总债务（短期债务+长期债务）	5,013,881.24	7,221,091.44	11,900,990.89	11,957,170.29
总负债	14,299,335.20	21,187,162.35	30,483,216.05	33,550,685.88
所有者权益（含少数股东权益）	2,563,000.01	3,803,170.53	7,103,255.33	6,188,064.11
营业总收入	3,833,468.97	5,382,058.75	5,963,542.03	4,514,140.18
三费前利润	1,052,230.21	1,464,066.28	2,339,981.58	1,813,793.14
投资收益	30,378.86	41,497.01	73,447.96	104,373.73
净利润	498,709.13	616,811.83	880,657.10	794,561.77
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	745,358.29	1,053,686.28	1,549,029.99	-
经营活动产生现金净流量	744,972.27	776,306.42	-1,622,772.90	-766,008.06
投资活动产生现金净流量	-579,554.68	-2,506,231.96	-2,002,991.36	-916,373.07
筹资活动产生现金净流量	1,929,584.09	2,539,375.09	5,709,832.28	-1,111,312.67
现金及现金等价物净增加额	2,095,608.28	812,867.04	2,088,020.72	-2,791,278.72
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	34.52	33.03	47.93	45.37
所有者权益收益率（%）	19.46	16.22	12.40	17.12
EBITDA/营业总收入（%）	19.44	19.58	25.97	-
速动比率（X）	0.47	0.48	0.52	0.46
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.11	-0.14	-0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.35	0.39	-0.38	-0.36
经营活动净现金/利息支出（X）	2.08	1.60	-2.82	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.08	2.17	2.69	-
总债务/EBITDA（X）	6.73	6.85	7.68	-
资产负债率（%）	84.80	84.78	81.10	84.43
总资本化比率（%）	66.17	65.50	62.62	65.90
长期资本化比率（%）	53.16	57.81	51.92	59.60
净负债率（%）	52.04	70.23	71.66	131.97

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2015~2017 年末其他流动负债中“短期应付债券”已调整至短期债务，长期应付款中计息部分已调整至长期债务，一年内到期的非流动负债中“一年内到期的待转销项税”不计入总债务；2018 年 9 月末财务报表无附录，因此未做相关债务调整；

3、2018 年前三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标均经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-三费

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

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

短期债券信用评级等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。