



# 华夏幸福基业股份有限公司主体与 2015 年度第一期中期票据信用评级报告

大公报 D【2014】913 号

中期票据信用等级：AA+

主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发债主体：华夏幸福基业股份有限公司

注册总额：20 亿元

本期发债额度：10 亿元

本期票据期限：5 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：偿还银行贷款、商品房项目投资

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项 目	2014.9	2013	2012	2011
总资产	1,045.47	740.94	431.93	275.80
所有者权益	169.75	99.55	49.59	40.09
营业收入	179.32	210.60	120.77	77.90
利润总额	43.84	35.86	25.20	17.42
经营性净现金流	-38.08	-34.74	2.18	2.41
资产负债率 (%)	83.76	86.56	88.52	85.46
债务资本比率 (%)	66.33	64.76	61.44	43.33
毛利率 (%)	39.25	33.81	39.65	41.93
总资产报酬率 (%)	4.28	5.07	5.90	6.33
净资产收益率 (%)	18.77	26.98	37.65	31.91
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-2.02	-2.01	0.32	0.82
经营性净现金流/总负债 (%)	-5.02	-6.79	0.70	1.27

注：2014 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：胡 聪

评级小组成员：李宇璐

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email：rating@dagongcredit.com

## 评级观点

华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”或“公司”）主要从事产业新城开发建设和城市地产业务，产业新城开发建设包含产业园区土地整理、产业发展服务和园区住宅开发等。评级结果反映了受益于京津冀战略公司未来发展前景良好，产业园区招商能力较强，2011 年以来公司收入和利润规模增长较快等优势；同时也反映了公司有息债务规模增长较快，未来投资规模较大存在一定资本支出压力等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司收入和利润规模将持续增长。综合来看，大公对华夏幸福的评级展望为稳定。

## 主要优势/机遇

- 公司园区主要集中在环北京区域，受益于京津冀战略推进，公司未来发展前景良好；
- 公司“园区+地产”模式能够促进区域产业发展和价值提升，契合国家产业政策和政府诉求，环北京地区可复制能力较强；
- 公司具有较强的园区招商能力，入园企业数量和签约投资额增长较快；
- 公司地产业务均位于核心城市外溢区域，合理价差和成熟的产品线有效保证了产品的快速去化；
- 2011~2013 年，随着公司园区的不断拓展，公司收入和利润规模增长较快。

## 主要风险/挑战

- 国家及地区宏观调控措施调整频繁，房地产企业始终面临一定的政策风险；
- 随着公司园区拓展面积不断增加，公司有息债务规模增长较快，同时公司未来投入规模较大，存在一定资本支出压力。

大公国际资信评估有限公司  
二〇一四年十二月十五日



## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



## 发债主体

公司成立于 1998 年，前身为廊坊市华夏房地产开发有限公司，初始注册资本 200 万元，其中王文学出资 160 万元，廊坊市融通物资贸易有限公司出资 40 万元，后经多次股权转让和增资，公司于 2007 年整体改制为股份制公司，2011 年完成借壳上市（证券代码：600340.SH）。截至 2014 年 9 月末，公司注册资本 13.23 亿元，公司控股股东为华夏幸福基业控股股份公司，持有公司 68.88% 股权，实际控制人为王文学。

公司主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务。产业新城开发建设包含土地整理、产业发展服务和园区住宅配套等。公司已建立了从园区建立、招商引资到城市运营的开发运营管理体系，旗下的综合性园区主要集中在环北京地区。截至 2014 年 9 月末，公司开发产业园区达 24 个，受托开发面积达 1,729.28 平方公里。公司具有房地产开发一级资质，2014 年 1~9 月公司地产业务实现销售金额 376.05 亿元，行业排名 12 名，销售面积 418.63 万平方米，行业排名第 9 名。

## 发债情况

### 本期票据概况

华夏幸福拟在银行间市场交易商协会注册总额为 20 亿元的中期票据，分期发行，本期为第一期，发行金额 10 亿元人民币，发行期限 5 年，票据面值 100 元，通过簿记建档、集中配售方式发行。本期票据采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期票据无担保。

### 募集资金用途

本期票据拟募集资金 10 亿元，其中 6.55 亿元用于偿还银行借款，3.45 亿元用于普通商品房项目投资。

表 1 公司本期中期票据募集资金投资项目情况（单位：万元）

项目 开发主体	项目 名称	项目 基本内容	预计总 投资额	自有资 本金	项目 进度	普通商品房开 发面积占比	土地环保立 项批复情况
固安京御幸福房地 产开发有限公司	孔雀英国 宫 2.1.1 期	普通住宅及 配套公建	87,036	30.00%	10.00%	78.37%	已取得
固安京御幸福房地 产开发有限公司	孔雀英国 宫 2.1.2 期	普通住宅及 配套公建	72,622	30.00%	22.60%	89.25%	已取得
固安京御幸福房地 产开发有限公司	孔雀剑桥 郡四期	普通住宅及 配套公建	162,359	30.00%	41.70%	73.15%	已取得

资料来源：根据公司提供资料整理



## 宏观经济和政策环境

**2014 年前三季度，国民经济增速有所回落，但继续运行在合理区间，结构调整呈现积极变化；国内外环境依旧错综复杂，经济发展仍面临一定的困难和挑战**

2014 年前三季度，我国实现国内生产总值 419,908 亿元，同比增长 7.4%，增速同比回落 0.3 个百分点，国民经济继续运行处于合理区间。分季度看，一季度同比增长 7.4%；二季度增长 7.5%；三季度增长 7.3%，为 2009 年一季度以来最低值。分产业看，第一产业增加值 37,996 亿元，同比增长 4.2%；第二产业增加值 185,787 亿元，同比增长 7.4%；第三产业增加值 196,125 亿元，同比增长 7.9%，占国内生产总值的比重为 46.7%，同比提高 1.2 个百分点，高于第二产业 2.5 个百分点，产业结构更趋优化。

2014 年前三季度，固定资产投资（不含农户）完成 357,787 亿元，同比名义增长 16.1%，增速比上年回落 1.2 个百分点；全国房地产开发投资 68,751 亿元，同比名义增长 12.5%，增速比上年回落 1.6 个百分点；全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 8.5%，增速比上年回落 0.3 个百分点，工业生产基本保持平稳；进出口总额为 31,626 亿美元，同比增长 3.3%，增速有所回升。最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%，同比提高 2.7 个百分点，比资本形成总额增速的贡献要高 7 个百分点左右，经济再平衡的态势比较明显。整体看，国民经济结构调整与转型升级呈现积极变化。

从经济景气度看，2014 年 9 月份汇丰中国制造业 PMI 终值为 50.2，连续 4 个月高于枯荣线，表明制造业活动稳居扩张区间，9 月服务业 PMI 为 53.5，略低于 8 月的 54.1，但仍为 2014 年以来第二高水平，均显示我国经济正逐步企稳。

但我国经济仍处在转型升级、结构调整的关键阶段，经济“三期”叠加的压力和结构调整的阵痛超出预期，主要表现在两个方面：一是多年积累的传统产业的产能过剩问题仍然比较突出，二是 2014 年以来房地产持续调整的累积效应有所增加。这两个因素短期来看会影响相关企业的生产、消费和投资。

综合分析，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中有质的发展态势，但国内外环境依旧错综复杂，经济发展仍面临一定的困难和挑战。



## 行业及区域经济环境

**产业园区开发具有产业聚集效用和规模效用，能够促进产业结构升级，加快区域经济发展；同时由于产业园区具有投资规模较大、业务周期较长等，对企业综合实力要求较高**

产业园区开发一般采取的运营模式是政府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。自 2003 年开始，国务院有关部门开始清理整顿全国各类开发区，但对于规范申报、符合标准的开发区仍然给予政策支持，包括给予开发区及开发区企业的各类优惠政策。基于开发区所能发挥的产业聚集效用和规模效应，国家对开发区发展的政策性支持，有利于园区开发合法合规持续发展。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，因此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和便利措施。2014 年 9 月 25 日，财政部下发《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》指出为拓宽城镇化建设融资渠道，促进政府职能加快转变，完善财政投入和管理方式，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership, 简称 PPP）是确定的重大经济改革任务，对于加快新型城镇化建设、提升国家治理能力、构建财政制度具有重要意义。

同时，产业园区开发业务也具有投资额大、业务周期长、业务环节复杂的特点，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需要前期不断投入。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。

**房地产行业既是中国经济发展的重要支柱产业，同时也是直接关系到人民生活利益的民生产业，出于改善民生促进社会和谐稳定，国家及地区宏观调控措施调整频繁，房地产企业始终面临一定的政策风险**

房地产作为我国经济发展的重要产业之一，其中住宅地产是国家宏观调控的重点领域，受宏观经济与政策导向影响较大；而商业地产、产业地产则属于国家政策鼓励的领域，受房地产调控政策影响相对较小。中国房地产市场从 1998 年至今，有一半以上的时间是在调控的压力之下呈现波动发展。从历史波动周期观察，除非出现显著的外部冲



击，房地产市场面临的常态格局主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、住房结构及土地等多方面，主要体现为通过银行准备金率控制信贷供应、控制项目融资、提高商业银行基准利率、设定开发商可用银行贷款总额红线、控制物业开发用地供应、设定个人可购买的物业数量上限，以及限定个人可以银行按揭方式支付购买价格的比例等，上述调控细则均直接或间接对房地产行业发展产生一定的制约影响。

### **我国房地产开发商经营业绩逐渐分化，领军企业竞争优势愈发明显，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度**

目前，我国从事房地产开发业务的企业主要来自大陆境内和港澳地区，竞争要素包括土地储备、财务实力、品牌知名度、产品价格与质量、售后服务品质以及其他资源等方面。为了在激烈竞争中争夺市场份额，大型成熟的开发商均已建立了各自不同的产品类型和品牌，通过市场地位划分吸引不同目标客户群体，因此，准确的市场预判与产品定位成为了决定住宅项目吸引力的主要因素。

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产开发商经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。继 2011 年万科股份签约金额突破千亿元以来，2012 年绿地控股集团有限公司、保利房地产(集团)股份有限公司和中国海外发展有限公司的签约金额亦突破千亿元。2013 年，大连万达集团股份有限公司、碧桂园控股有限公司和恒大地产集团有限公司同样跻身年签约金额千亿元企业行列，成为我国房地产市场第一梯队。由于大型房地产开发商拥有广泛优质的客户基础与社会资源，在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，因此，预计未来 3~5 年，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度。

### **随着京津冀一体化上升为国家战略，河北省政府出台相关政策积极推进战略落地，公司在京津冀地区拥有大量园区及地产项目，受益于京津冀经济区的发展，公司未来前景良好**

2014 年京津冀一体化上升为国家战略，战略强调实现京津冀协同发展是面向未来打造新的首都经济圈、推进区域发展体制机制创新的需要，是探索完善城市群布局和形态、为优化开发区域发展提供示范和样板的需要，是实现京津冀优势互补、促进渤海经济区发展、带动北方腹地发展的需要。2014 年 3 月 26 日《河北省委、省政府关于推进新型城镇化的意见》指出，河北省将落实京津冀协同发展国家战略，充分发挥保定和廊坊首都功能疏解及首都核心区生态建设的服务作用，进一步强化石家庄、唐山的两翼辐射带动功能。环京津地区城市全面深化与京津对接，大力发展战略性新兴产业、现代服务业和现代农业，构建京津冀协同发展核心区域。公司在京津冀地区拥有大量产业新城项目，随国家对京津冀经济圈协同发展的推进，公司未来发展前景良好。





## 经营与竞争

公司主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务，产业新城开发建设是主要收入和利润来源；2011年以来，公司收入和毛利润增长较快

公司主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务，其中产业新城开发建设包含土地整理、基础设施建设、产业发展服务、公用事业服务以及园区住宅配套开发等。随着园区拓展规模的快速增长公司收入和利润规模增长较快，2011~2013年公司营业收入和毛利润复合增长率分别为64.42%和47.66%。产业新城开发建设是公司收入和利润的主要来源。2011~2013年随着入园企业逐步增多，落地投资额持续增长，基础设施建设总量增加，公司产业新城业务收入和毛利润增幅较快，其中园区住宅配套收入和毛利润规模占比逐年提高；同期城市地产业务收入和利润亦实现快速增长，但占比自2012年以来有所降低。

表1 2011~2013年及2014年1~9月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目		2014年1~9月		2013年		2012年		2011年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入		179.32	100.00	210.60	100.00	120.77	100.00	77.90	100.00
产业新城建设	园区住宅配套	92.95	51.83	130.88	62.15	65.96	54.62	38.54	49.47
	产业发展服务	35.68	19.90	23.65	11.23	15.46	12.80	9.53	12.23
	土地整理	23.13	12.90	20.53	9.75	20.60	17.06	22.63	29.05
	基础设施建设	11.24	6.27	9.90	4.70	0.00	0.00	1.86	2.39
	物业管理服务	0.41	0.23	1.11	0.53	0.33	0.27	0.25	0.32
	综合服务	0.72	0.40	0.44	0.21	0.36	0.30	0.32	0.41
城市地产开发		13.27	7.40	23.39	11.11	17.13	14.18	4.16	5.34
其他		1.92	1.07	0.70	0.33	0.93	0.77	0.61	0.78
毛利润		70.38	100.00	71.21	100.00	47.89	100.00	32.66	100.00
产业新城建设	园区住宅配套	25.86	36.74	35.54	49.91	23.80	49.70	14.38	44.03
	产业发展服务	34.44	48.93	23.07	32.40	14.78	30.86	9.53	29.18
	土地整理	3.37	4.79	5.95	8.36	5.24	10.94	7.39	22.63
	基础设施建设	4.86	6.91	2.11	2.96	0.00	0.00	0.37	1.13
	物业管理服务	0.22	0.31	0.18	0.25	0.16	0.33	-0.15	-0.46
	综合服务	0.10	0.14	0.12	0.17	0.11	0.23	0.09	0.28
城市地产开发		1.37	1.95	4.59	6.45	3.77	7.87	1.17	3.58
其他		0.16	0.23	-0.35	-0.49	0.03	0.06	-0.12	-0.37

数据来源：根据公司提供的资料整理

从毛利率来看，2011~2013年，公司综合毛利率持续下降，主要是由于土地成本上涨导致园区地产和城市地产业务毛利率下降所致，公司产业发展服务由于成本仅为招商引资所发生的产业定位、产业规



划、城市规划、投资服务等费用，因此毛利率保持较高水平。

表 2 2011~2013 年及 2014 年 1~9 月公司毛利率情况（单位：%）

项目		2014 年 1~9 月	2013 年	2012 年	2011 年
毛利率		39.25	33.81	39.65	41.93
产业 新城 建设	园区住宅配套	27.82	27.15	36.08	37.30
	产业发展服务	96.51	97.58	95.61	100.00
	土地整理	14.59	28.97	25.45	32.66
	基础设施建设	43.26	21.30	-	19.89
	物业管理服务	55.16	15.87	49.50	-62.12
	综合服务	14.36	28.41	29.11	27.93
城市地产开发		10.34	19.65	22.03	28.21
其他		8.33	-50.00	3.23	-19.67

数据来源：根据公司提供的资料整理

2014 年 1~9 月公司实现营业收入 179.32 亿元，同比增长 30.30%；毛利润为 70.38 亿元，同比增长 49.59%；毛利率为 39.25%，同比增长 3.21 个百分点。

#### 公司园区开发与城镇开发相结合模式有利于促进区域产业发展和区域价值提升，契合国家产业政策和政府诉求，在环北京区域复制能力较强

公司坚持“以产促城、以城带产、产城融合、城乡统筹、政企共赢”的理念，确立了园区开发经营与城镇开发建设相互促进的县域经济独特发展模式，公司产业新城开发建设业务主要是基于与政府签订的委托开发协议，由地方政府委托公司对园区进行土地整理、基础设施建设、产业发展、公用设施建设及后续运营等相关工作。公司的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，并在运营过程中充分发挥出园区和地产的协同效应，可复制能力较强。公司先后投资开发运营环北京区域的包括固安工业园区、大厂潮白河工业园区、怀来京北生态新区，环上海区域的无锡园区、镇江园区、嘉善园区，沈阳城市群的苏家屯园区等园区，截至 2014 年 9 月末，公司已签订 24 个园区委托开发协议或合作协议，受托开发区域 1,729.28 平方公里。其中固安工业园区、大厂潮白河工业园区、怀来京北生态新区开发较早，园区较为成熟。





表 3 华夏幸福园区业务布局（单位：平方公里、年）

项目	成立时间	委托开发面积	委托期限
固安工业园区	2005	86.74	50
固安新兴产业示范区	2012		50
大厂潮白河工业园	2007	83.15	50
大厂新兴产业示范区	2011		50
张家口怀来生态新区	2010	121.72	50
秦皇岛昌黎工业园区	2010	11.45	-
承德滦平金山岭园区	2011	225.00	-
文安经济开发区	2011	21.00	50
于洪园区	2011	13.00	-
沈北蒲河智慧产业园区	2011	5.00	-
无锡南长滨河新城	2012	3.52	15
镇江园区	2012	2.50	15
苏家屯园区	2012	34.85	30
广阳园区	2012	8.65	-
香河园区	2013	41.00	30
嘉善园区	2013	12.00	18
永清工业园	2013	18.00	20
河北霸州区域	2013	19.60	18
河北霸州区域	2014	107.20	50
河北任丘园区	2014	240.00	50
河北白洋淀科技园区	2014	300.00	-
北京房山张坊区域	2014	119.00	-
河北涿鹿园区	2014	247.00 <sup>1</sup>	50
溧水区域	2014	8.90	-
总计		1,729.28	-

数据来源：根据公司提供资料整理

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，同时约定具体合作期限，并对各类业务的还款标准和还款来源有明确规定。一般而言，公司基础设施和园区配套建设收入按总投资额增加一定比例的费用确定还款金额，产业发展服务收入按落地投资金额的 40~45% 确定收入。以固安工业园为例，根据委托开发协议，公司收入情况如下：固安工业区的基础设施建设的委托建设费用为总投资额（以竣工结算为准）的 110%；固安工业区内入区企业的厂房建设费用的委托建设费用为总投资额（以竣工结算为准）的 110%；咨询服务费用由双方约定；每年招商引资服务费用按照当年新增落地投资额的 45% 确定；物业管理、公共项目维护及公用事业服务提供按照

<sup>1</sup> 园区协议中约定一期委托面积为 64 平方公里，远期规划开发面积为 183 平方公里。

国家定价执行，如无国家定价，按照政府指导价或市场价确定。

**表 4 公司产业新城发展模式解析**

业务类型	委托内容	结算方式	支付方式
基础设施建设	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”、场站等项目	基础设施建设费(含税,以审计结果为准)加成 10%	一次性支付或者分期支付,但分期不超过 3 年
土地整理	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	上一年度土地整理费(含税,以审计结果为准)加成 10%	一次性支付或者分期支付,但分期不超过 3 年
产业发展服务	对委托区域内工业园区进行宣传、推广、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	上一年度新增落地投资额 45%	一次性支付或者分期支付,但分期不超过 5 年
园区综合服务	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、绿化等公共项目维护	上一年度园区综合服务费(含税,以审计报告为准)加成 10%	一次性支付或者分期支付,但分期不超过 3 年

数据来源：根据公司提供资料整理

### 公司土地整理业务作为园区开发的重要组成部分，毛利率整体相对稳定，未来公司土地整理业务仍将保持较大规模

根据委托开发协议或者合作协议，公司应就委托区域内土地出让事宜向地方政府提供专业顾问服务，协助地方政府拟定土地出让方案（草案），在该方案报当地政府或者有权批准的上级主管部门批准实施后，协助地方政府组织土地出让工作。

公司与地方政府将协力进行委托区域内土地流转、征收、科研、环评、立项、申报、审批、批文及用地指标、规范指标、耕地（基本农田）占补平衡指标的获取工作，并将一般不少于 50% 的获取指标用地用于进行园区配套地产的开发建设。

根据委托开发协议，各园区政府每年核定公司土地整理投入计为土地整理成本，并以土地整理投入资金的一定比例（10%~15%）作为公司的土地整理收益，由土地整理成本和收益确定还款额并于下一年支付给公司。公司土地整理业务作为园区开发的重要组成部分，毛利率整体相对稳定。



表 5 2014 年 1~6 月公司土地整理情况（单位：万平方米）

区域	一级土地整理面积	一级土地整理房屋规划面积
固安大区	60.27	113.57
大厂大区	69.40	107.58
环上海大区	99.48	193.09
廊坊大区	3.73	9.33
合计	232.88	423.57

数据来源：根据公司提供资料整理

从待整理土地资源看，公司已开发区域中固安大区、大厂大区、环上海大区完成土地整理规模相对较大，签订开发协议的其他区域已完成土地整理面积占比相对较低，未来公司土地整理业务仍将保持较大规模。

**基于优秀的战略规划能力、投资建设能力和较强的招商能力，公司受托园区发展良好，签约入园企业和投资金额增长较快**

产业发展服务作为公司园区开发建设业务的重要组成部分，主要是公司依托园区经济发展定位，结合自有资源和渠道，寻找同类企业进行入园谈判，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，通过整合全国乃至全球的产业专家针对每个区域的具体情况，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，公司可为拟入园企业提供土地出让协助服务、厂房建设服务、配套设施服务等专业服务。各园区政府一般按照入园企业落地投资额（主要包括土地、厂房和设备）的一定比例与公司结算作为公司产业发展服务收入，根据协议约定从委托区域内新增财政收入的地方留成部分资金中拨付给公司，产业发展服务成本很低，主要是由于该部门业务成本主要为招商引资所发生的产业定位、产业规划、城市规划、投资服务等费用。

表 6 截至 2014 年 9 月末华夏幸福主要园区招商情况（单位：个、亿元）

项目	入园企业数量	累计签约金额	产业定位
固安工业园区	336	889.60	装备制造业，战略新兴产业
大厂潮白河工业园	124	185.10	装备制造业、现代服务业
张家口怀来生态新区	60	133.80	航空航天、节能环保、电子信息
霸州温泉新区	5	30.00	高端装备、休闲食品
嘉善高铁新城	5	0.80	电子商务、现代服务业
无锡南长滨河新城	1	2.00	智慧城市、新一代信息技术

数据来源：根据公司提供资料整理





**公司在招商方面已积累成熟经验，拥有专业招商团队和高效运作模式，优质的客户资源为公司实现区域招商快速推进奠定基础**

公司拥有 800 余人的全专业招商团队，包括平台体系、方法体系、支持体系、团队体系、产品体系和服务体系六大体系，已形成完整的招商体系。公司以产业研究院为中心，为区域发展和招商引资提供支持，坚持以招商龙头企业为核心，实施产业链招商相结合的方法，并通过产品体系中心为不同地方政府提供多层次的产业新城模式选择，通过服务体系中心协助处理与政府各部门相关事宜，兼顾地方政府和园区企业的需求。公司通过多年招商引资的经验积累，已形成庞大的客户及项目管理库系统，覆盖各个园区主导产业活跃企业数据 13 万条。公司通过优质的客户资源为公司实现区域招商快速推进奠定基础。

**表 7 公司招商引资全体系链简介**

项目	主要功能
平台体系	以产业研究院为中心，提供智力支持
方法体系	以招商龙头企业为核心，以打造产业集群为目标，实施产业链招商，配合客户及项目数据库，实现区域招商引资的迅速推进
支持体系	公司“大数据”中心，精细管理客户信息，挖掘客户投资规律
团队体系	800 余人专业招商团队，按照区域和行业划分，并针对大客户设立专门团队
产品体系	针对不同客户需求，提供“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
服务体系	协助企业处理与政府各部门相关事宜，为入园企业营造良好投资环境

数据来源：根据公司提供资料整理

目前公司已与国内各主要行业的领先企业保持了良好的合作关系，有利推进了园区产业聚集和产业孵化，为公司园区开发建设运营提供了良好的渠道保障。固安工业园区内的电子信息、汽车零部件和装备制造三大产业基地初步形成规模；另外，公司在航天产业和临空经济领域分别与航天科技集团、中国联合航空公司达成战略合作关系，在生物医药产业领域顺利推进固安肽谷生物科学园的建设，高端产业和新兴产业升级态势初现。

产业发展服务是基于良好的外部环境、完善的园区配套和多年的产业孵化聚集，2011 年以来公司产业发展服务收入增速较快，主要是固安、大厂、怀来等环北京区域受益于北京市经济外延辐射影响，土地价值不断提升，同时园区配套设施不断完善，园区招商引资开展顺利，带动政府拨付产业发展服务收入增长所致。2014 年上半年投资运营的园区新增签约入园企业 36 家，新增签约投资额 211.80 亿元，公司在区域拓展方面公司聚焦环北京，实现北京房山、河北任丘、保定科技新城等区域签约，同时稳步布局环上海区域，实现了运营模式的跨区域复制。随着公司与工信部、航天科工、清华大学、京东、国能



集团等建立合作关系，公司产业服务能力不断提升，对于企业的吸引力越来越强。

**表 8 2011~2013 年及 2014 年 1~9 月公司园区业务主要运营数据（单位：个、亿元）**

项目	2014 年 1~9 月	2013 年	2012 年	2011 年
新拓展园区	5	4	5	7
新增签约入园企业	60	60	45	86
其中：固安产业新城	19	31	20	36
新增签约投资金额	248.80	395.00	279.00	129.78
其中：固安产业新城	86.70	260.90	127.00	84.56
期末累计签约入园企业	590	543	483	438
其中：固安产业新城	336	317	286	266
期末累计签约投资金额	1,398.60	1,163.53	768.53	489.53
其中：固安产业新城	889.60	735.14	474.24	347.24
园区结算回款额	56.35	75.77	30.16	36.05

数据来源：根据公司提供资料整理

**公司地产业务均位于核心城市外溢区域，合理价差和成熟的产品线有效保证了园区配套住宅和城市住宅的快速去化，依托园区地产的快速发展，公司在地产行业中竞争地位提升较快**

公司最早致力于河北省内的城市地产开发，城市地产是公司的传统业务，公司拥有房地产开发一级资质，随着公司产业新城模式的不断拓展，为满足园区发展需要，根据园区总体发展规划，各园区政府会通过招拍挂的方式给予一定的商住指标用地，用于平衡前期公司在园区内的投入成本。园区开发引来产业、人流，给房地产二级开发带来市场需求，同时房地产开发可以进一步提高园区开发的水平，二者良性互动，相互促进。在园区地产方面，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；同时，由于产业园区具有成片开发、持续开发等特点，随着产业园区的发展成熟，住宅需求将会自然持续增长。城市地产开发中，公司适当面向中高端客户推出“再改”产品，满足居民改善生活条件、提高生活质量的需求。

公司园区地产需求 80%来自北京外溢需求，20%为园区内在需求，随着产业园区的不断成熟和发展，未来园区内部需求占比将持续上升，降低对于北京市区外溢需求的依赖。公司土地储备建筑面积逐年增长，截至 2014 年 6 月末公司土地储备面积 585 万平方米，能够保证公司未来 2~3 年的地产开发，土地储备情况较充足。



表 9 2011~2013 年及 2014 年 1~9 月公司地产业务主要运营数据（单位：万平方米、亿元）

项目	2014 年 1~9 月		2013 年		2012 年		2011 年	
地产分类	园区地产	城市地产	园区地产	城市地产	园区地产	城市地产	园区地产	城市地产
新开工面积	-	-	370.09	106.41	235.00	50.00	245.17	108.70
竣工面积	-	-	214.60	64.70	131.00	22.70	72.45	5.17
签约销售面积	350.97	68.30	237.96	65.27	222.56	51.28	147.70	24.35
签约销售金额	261.97	50.83	236.09	59.16	144.91	35.18	109.41	18.83
平均价格（元/平方米）	7,464	7,442	9,921	9,064	6,511	6,860	7,408	7,733
期末储备建筑面积	-		779		468		414.03	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在多年销售推广中积累了丰富的经验，旗下知名品牌主要是“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，公司坚持精品化产品开发策略，形成了良好的社会口碑和企业口碑。

表 10 公司房地产业务产品线情况

产品系列	业态	定位	代表项目
孔雀城	京郊低密度住宅	精英家庭第二居所	永定河孔雀城、大运河孔雀城、潮白河孔雀城、八达岭孔雀城
大卫城	轻轨沿线中小户型	都市白领首居	大卫城 4 线、6 线
华夏系列	住宅、商业、综合体	都市成熟客户首居	华夏花园、华夏经典、华夏铂宫、第五大街
兰亭系列	中式园林生态小镇	成熟年龄阶层精神需求	兰亭新镇

数据来源：根据公司提供资料整理

2013 年公司位居国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院评选的中国房地产百强第 18 名，2014 年前三季度公司实现销售金额 376.05 亿元，排名 12 名，行业地位上升较快。

#### 公司融资渠道多样，与金融机构合作关系良好，为产业新城建设提供了资金保障

公司采用市场化手段，综合运用银行、信托、基金等多个融资渠道，与国内各大商业银行、国家开发银行等政策性银行和信托公司、证券公司、基金公司等建立了稳定的信贷合作关系，同时各类产业基金和房地产信托投资基金为产业新城和城市产业综合体建设提供了有利保障。2013 年，公司与交通银行、国家开发银行等金融机构形成“总对总”授信，授信额度规模 400 亿元。多元化的融资渠道为产业新城建设提供了良好的资金保障。





## 公司治理与管理

### 产权状况与公司治理

公司成立于1998年,前身为廊坊市华夏房地产开发有限公司,2011年公司完成借壳上市(证券代码:600340.SH),截至2014年9月末,公司注册资本13.23亿元,公司控股股东华夏幸福基业控股股份公司持有公司68.88%股权,实际控制人为王文学。

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理规则》和中国证监会、上海证券交易所的法律法规规定,建立了完善的法人治理结构及生产经营管理机构。公司不断完善公司法人治理机构,建立健全内部控制制度,规范公司运作。公司股东大会、董事会、监事会及各经营层职责明确,确保公司安全稳定持续发展。

### 战略与管理

公司致力于打造产业新城,建设幸福城市,在全面贯彻落实既定公司战略的基础上,坚持产业新城业务模式,不断深化公司发展战略,提出坚决打造标杆能力、坚决打造区域经济发展能力等竞争策略,及聚焦大北京、深耕现有区域、提升产品价值等增长策略,基于深化公司发展战略成果,公司优化调整了管理架构,公司总部定位于战略运营型向战略投资型转变,新设产业新城集团、产业发展集团、城市发展集团、地产集团和物业集团五大集团,形成了总部、业务集团、区域公司的分层次组织架构。通过组织变革,提高了业务运营精益化水平,提升了组织张力,增强了区域竞争优势,为实现快速跨区复制奠定了组织基础。

### 抗风险能力

公司主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务,产业新城开发建设是公司主要的收入和利润来源;公司产业新城开发模式契合国家产业政策和政府诉求,基于优秀的战略规划能力、投资建设能力和较强的招商能力,公司受托园区发展良好,可复制能力较强,签约入园企业和投资金额增长较快,公司地产业务均位于核心城市外溢区域,合理价差和成熟的产品线有效保证园区配套住宅和城市住宅的快速去化;同时公司融资渠道多样,与金融机构合作关系良好,为产业新城建设提供了资金保障。综合来看,公司具有很强的抗风险能力。

## 财务分析

公司提供了2011~2013年及2014年1~9月财务报表。中兴财光华会计师事务所有限责任公司对公司2011~2013年财务报表分别进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2014年1~9月财务报表未经审计。



## 资产质量

2011 年以来，公司资产规模持续增长，资产以流动资产为主，随着园区土地整理面积的扩大及地产业务的投入增长，公司存货规模增长较快，同时货币资金占总资产比重保持较高水平

公司资产以流动资产为主，其中存货和货币资金占比很高。随着园区开发的不断推进，公司资产规模持续增长。

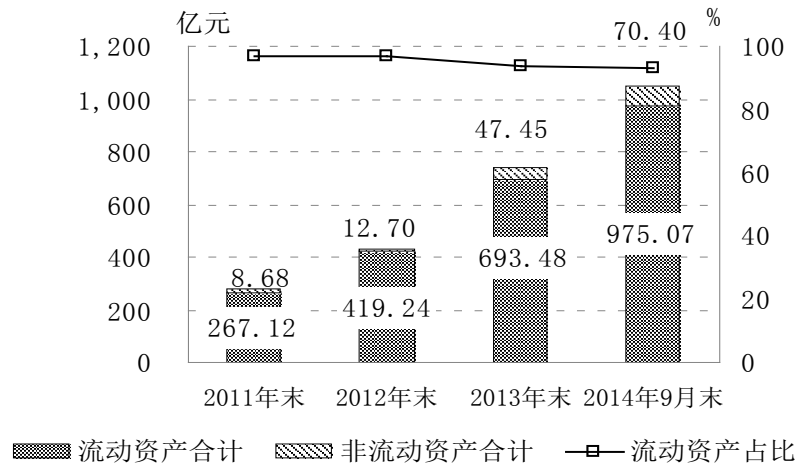


图 1 2011~2013 年末及 2014 年 9 月末公司资产结构

公司流动资产构成主要由存货、货币资金构成。2013 年末，存货和货币资金合计占流动资产比重为 92.29%。

2013 年末，公司存货为 540.58 亿元，同比增长 67.46%，主要是由于园区土地整理、基础设施建设、工程施工及开发成本同比大幅增长所致；存货占流动资产的比重为 77.95%，其中开发成本<sup>2</sup>和土地整理分别为 335.92 亿元和 108.83 亿元，占存货比重分别为 62.14%和 20.13%。2014 年 9 月末，公司存货为 671.71 亿元，随着园区土地整理面积的扩大及地产业务的投入增长，公司存货规模增长较快。

2013 年末，公司货币资金为 99.44 亿元，占流动资产比重为 13.25%，同比增长 78.96%，主要因为预收房款及长短期借款增加所致；其中受限货币资金 7.18 亿元，主要是公司为业主购房提供的按揭担保保证金。2014 年 9 月末，货币资金为 161.30 亿元，较 2013 年末增长 62.21%，主要是经营回款增加及借款规模进一步增长所致，货币资金占总资产比重为 15.42%，保持较高水平。

由于公司产业新城建设主要与地方政府合作，因此应收账款对象主要是地方政府，2013 年末，公司应收账款 17.44 亿元，同比增长 23.62%，应收账款金额前五名分别为固安工业区财政分局、昌黎工业

<sup>2</sup> 注：存货开发成本一般包括土地使用权出让金、土地征收及拆迁安置补偿费、前期工程费、建安工程费、基础设施费、公共配套设施费和开发期间税费等。



园区管理委员会、河北文安经济开发区管理委员会、沈水生态科技经济开发区管理委员会和大厂回族自治县财政局，账龄集中在一年以内，前五名应收账款金额占比 96.14%。2014 年 9 月末，由于新增园区结算，公司应收账款增至 48.24 亿元。

2011~2013 年及 2014 年 1~9 月，公司存货周转天数分别为 1,246.93 天、1,307.65 天、1,114.91 天和 1,502.26 天，由于存货中包含土地整理等，公司存货周转效率较低；应收账款周转天数分别为 7.52 天、25.58 天、26.97 天和 49.45 天。

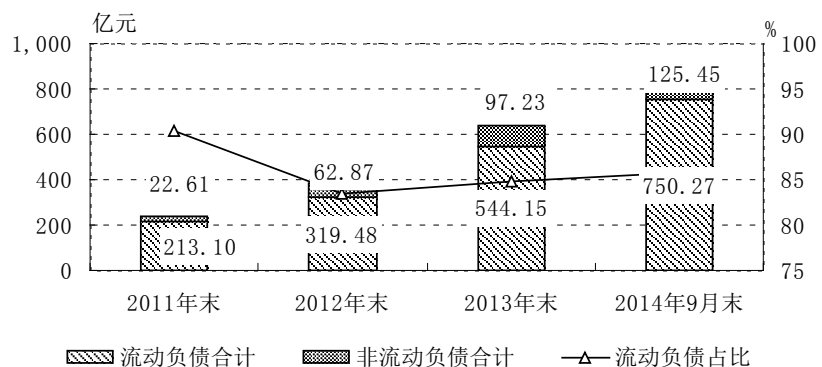
公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和其他非流动资产构成，2013 年末三者合计占非流动资产比重为 81.67%。2013 年末，公司固定资产规模 7.60 亿元，同比增长 271.58%，主要是肽谷科技楼等在建项目陆续转入固定资产所致；在建工程 13.38 亿元，同比增长 88.98%，主要是新增大厂商务酒店、固安供热项目等在建工程有所增长；2014 年 9 月末，公司非流动资产构成较 2013 年末变化不大。

综合来看，随着公司经营规模的扩大，园区投入不断增大，公司存货规模增长较快，同时由于经营回款及借款规模增长，公司货币资金在流动资产中占比保持较高水平。

## 资本结构

**随着公司园区拓展对资金需求的增长，公司债务规模增长较快，负债以流动负债为主，流动负债中预收款项占比较大**

随着公司园区拓展资金需求逐步增大，公司债务规模持续增长。2011~2013 年末及 2014 年 9 月末，公司负债以流动负债为主，资产负债率保持较高水平。



**图 2 2011~2013 年末及 2014 年 9 月末公司负债结构**

公司流动负债主要由预收款项、一年内到期的非流动负债、其他应付款及短期借款等构成。2013 年末，公司预收款项为 349.81 亿元，同比增长 44.24%，主要为未达到收入确认条件的预收房款等增加所致，公司预收款项账龄一年以内的占比 73.33%，预计未来 1~3 年随着商品房交予客户预收款项将逐步转为公司营业收入；一年内到期的非流动

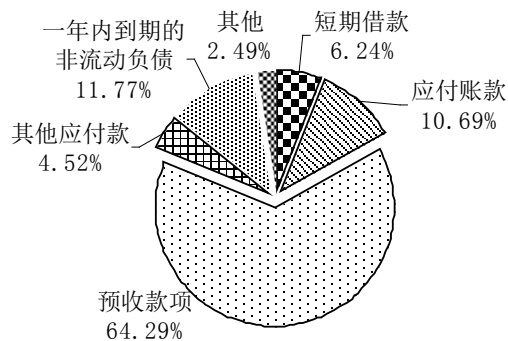


负债为 64.07 亿元，同比增长 232.32%，主要是一年内到期的长期借款增加所致，金额前五名的一年内到期的长期借款总计 36.30 亿元，主要为信托借款，借款利率处于较高水平。

**表 11 截至 2013 年末公司一年内到期的长期借款金额前五名情况（单位：%、亿元）**

借款单位	借款起始日	借款终止日	借款利率	借款金额
北方国际信托股份有限公司	2012. 10. 29	2014. 11. 3	12. 42	10. 00
中铁信托有限责任公司	2012. 9. 24	2014. 10. 10	13. 00	7. 50
大业信托有限责任公司	2012. 10. 6	2014. 4. 6	13. 70	7. 00
中国建设银行廊坊住房城建支行	2013. 6. 14	2014. 12. 30	6. 52	6. 80
方正东亚信托有限责任公司	2012. 7. 6	2014. 7. 20	16. 00	5. 00
合计	-	-	-	36. 30

2013 年末，公司应付账款 58.16 亿元，同比增长 117.16%，主要是应付工程款增加所致，其中一年以内应付账款占比 84.73%；短期借款 33.94 亿元，其中抵押借款 12.55 亿元，质押借款 3.33 亿元，保证借款 16.07 亿元。2014 年 9 月末，公司流动负债结构较 2013 年末未发生较大变化。



**图 3 2013 年末公司流动负债构成情况**

公司非流动负债主要由长期借款构成。2013 年末，公司长期借款为 73.04 亿元，同比增长 39.69%，其中质押借款 57.79 亿元，主要是公司以持有的大厂回族自治县鼎鸿投资开发有限公司股权、廊坊市京御幸福房地产开发有限公司股权、无锡鼎鸿园区建设发展有限公司股权及股权收益权、三浦威特园区建设发展有限公司股权及股权收益权以及子公司三浦威特园区建设发展有限公司持有的对固安县人民政府的应收账款做质押；抵押借款 7.40 亿元，以公司持有的存货（包括土地使用权及地上项目）、投资性房地产、固定资产提供抵押；保证借款为 7.85 亿元，主要由公司控股股东、实际控制人提供保证担保。2014 年 9 月末，公司长期借款增长至 106.14 亿元，公司开发规模扩大使得对长期资金的需求增加。



表 12 截至 2013 年末公司长期借款金额前五名情况（单位：%、亿元）

借款单位	借款起始日	借款终止日	借款利率	借款金额
晋商银行股份有限公司	2013. 7. 29	2015. 7. 29	5. 11	10. 01
中国信达资产管理股份有限公司河北省分公司	2013. 9. 19	2015. 9. 19	11. 20	10. 00
汇添富资本管理有限公司	2013. 10. 23	2015. 10. 23	10. 16	9. 00
平安信托有限责任公司	2013. 11. 13	2015. 11. 12	10. 20	9. 00
中融国际信托有限公司	2013. 4. 27	2015. 4. 22	7. 60	7. 00
合计	-	-	-	45. 01

2011~2013 年末，由于产业新城前期资金投入较大，且随着公司拓展园区不断增多，公司通过银行借款、信托借款等多种融资渠道进行资金筹集资金，公司有息债务规模增长较快，有息债务以短期有息债务为主。

表 13 2011~2013 年末及 2014 年 9 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 9 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务	225. 89	102. 52	26. 18	16. 91
长期有息债务	108. 56	80. 45	52. 83	13. 74
总有息债务	334. 45	182. 97	79. 01	30. 65
总有息债务占总负债比重	38. 19	28. 53	20. 66	13. 00

2011~2013 年末，公司流动比率和速动比率有所波动；2011~2013 年末预收款项占流动负债的比重分别为 79. 61%、75. 91%和 64. 29%，由于预收款项占流动负债比重较大，较大规模的预收款项有利于实现企业未来 1~3 年销售收入。

表 14 2011~2013 年末及 2014 年 9 月末公司短期偿债能力指标（单位：倍）

指标	2014 年 9 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
流动比率	1. 30	1. 27	1. 31	1. 25
速动比率	0. 40	0. 28	0. 30	0. 28
保守速动比率	0. 22	0. 18	0. 17	0. 17

2011~2013 年末及 2014 年 9 月末，公司所有者权益分别为 40. 09 亿元、49. 59 亿元、99. 55 亿元和 169. 75 亿元，所有者权益逐年增长主要是由于公司未分配利润增长所致。

公司按照房地产经营惯例为商品房购买人提供按揭贷款担保，该担保为阶段性连带担保，担保期限自公司、按揭银行与购房者签订的抵押贷款合同生效之日起，至公司为购房者办妥《房屋所有权证》并协助按揭银行办理抵押登记且将《他项权利证书》交予按揭银行之日止。截至 2013 年末，公司为商品房购买人提供的阶段性担保额为 135. 36 亿元，同时公司已签订合同（主要为土地合同和工程施工合同）未付的约定资本支出共计 133. 39 亿元，须在合同他方履行合同规定的

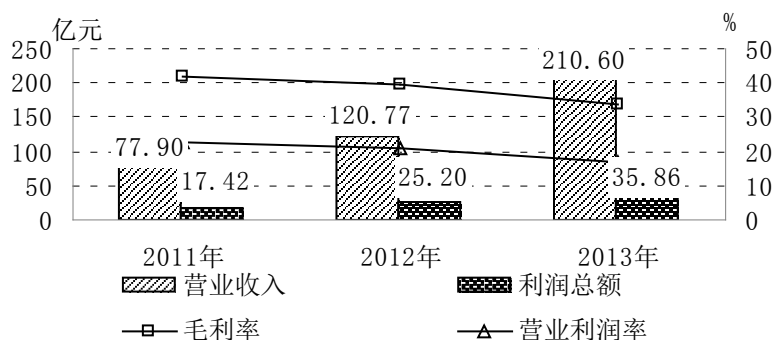
责任和义务同时，若干年内完成支付。截至 2014 年 9 月末，公司无对外担保事项。

综合来看，随着公司园区拓展对资金的需求逐步提高，公司债务规模持续增长，公司融资渠道多样，融资成本处于较高水平，公司流动负债中预收款项规模较大，有利于保障公司未来收入水平。

## 盈利能力

**公司营业收入随结算规模的增长逐年大幅提升，受结转地产项目售价及成本变动影响，综合利润率有所下降；公司期间费用率控制较好，净资产收益率很高，盈利能力很强**

2011~2013 年，公司收入保持高速增长，持续良好的地产销售业绩为公司结转收入奠定了基础；公司毛利率逐年下滑，主要是公司地产业务 2012~2014 年前三季度主要结算的是 2011 年及 2012 年签约产品，受 2011 年至 2012 年房地产市场低迷环境影响，签约价格较低，使得结算利润率有所降低；同期公司期间费用占营业收入的比重分别为 13.57%、12.23%和 10.16%，在销售规模扩大的情况下，公司期间费用率持续下降，期间费用控制能力较强。



**图 5 2011~2013 年公司收入及盈利情况**

2011~2013 年，公司利润总额和净利润逐年提升，净资产收益率分别为 31.91%、37.65%和 26.98%，公司通过“园区+地产”的独特盈利模式实现了较高的资产收益率。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 179.32 亿元，同比增长 30.30%，实现利润总额 43.84 亿元，同比增长 46.76%；毛利率为 39.25%，同比增长 3.22 个百分点。

综合来看，2011 年以来，公司凭借自身“园区+地产”模式盈利能力很强，预计未来 1~2 年随着园区开发规模的增大，公司收入和利润规模将持续增长。





## 现金流

2011~2012年,经营性净现金流对债务及利息保障能力较弱,2013年以来受园区拓展支出规模增长影响,经营性净现金流持续净流出;公司在建园区较多,未来资本支出压力较大

2011~2013年,公司经营性净现金流分别为2.41亿元、2.18亿元和-34.74亿元,受园区开发支出影响较大,经营性净现金流对债务保障程度较弱。

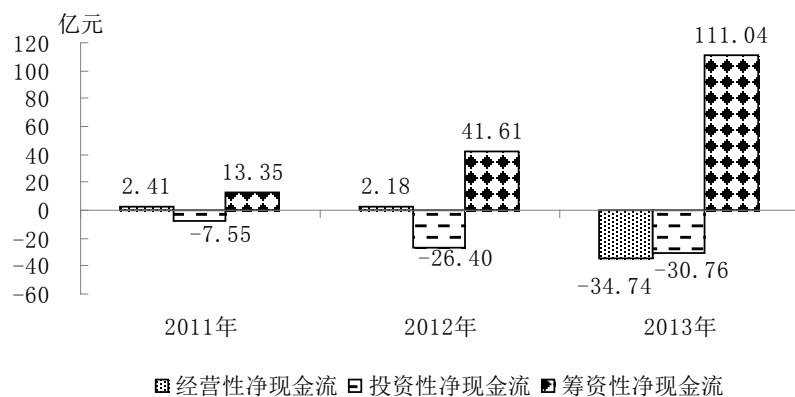


图6 2011~2013年公司现金流情况

2011~2013年,公司投资性净现金流分别为-7.55亿元、-26.40亿元和-30.76亿元,2012年公司收购子公司支付现金大幅增长导致投资性净现金流大幅增长;同期,公司筹资活动净现金流分别为13.35亿元、41.61亿元和111.04亿元,筹资性净现金流大幅增长主要是随着园区拓展规模逐步增大,公司自有资金无法满足成长需求,公司通过多种融资渠道借款规模大幅增长所致。

表15 2011~2013年及2014年1~9月公司现金流对债务保障能力情况(单位: %、倍)

项目	2014年1~9月	2013年	2012年	2011年
经营性现金净流/流动负债	-5.88	-8.05	0.82	1.46
经营性现金净流/总负债	-5.02	-6.79	0.70	1.27
经营性净现金流利息保障倍数	-2.02	-2.01	0.32	0.82

2014年1~9月,公司经营性净现金流为-38.08亿元,投资性净现金流为-26.67亿元,筹资性净现金流为115.64亿元。截至2014年9月末,公司在建园区较多,未来投资规模较大,公司存在一定资本支出压力。

综合来看,公司经营性净现金流受园区投入影响较大;2011~2012年,经营性净现金流对债务及利息保障能力较弱,2013年以来受园区拓展支出规模增长影响,经营性净现金流持续净流出;公司未来园区投入保持较大规模,存在一定资本支出压力。

## 偿债能力

2011 年以来，受经营规模逐年快速增长，凭借园区与地产联动开发模式公司收入和利润规模增长较快，同时园区开发规模投入较大导致公司经营性净现金流对债务保障程度较弱。未来随着公司园区的不断开发投入，公司仍将对资金有较大的需求，公司与主要银行之间保持良好的合作关系，外部融资能力很强，有利于其偿债能力的增强。综合来看，公司偿债能力很强。

## 债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2014 年 11 月 26 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件，截至本报告出具日，公司未在债券市场发行任何债务融资工具。

## 结论

产业园区开发具有产业聚集效用和规模效用，能够促进产业结构升级，加快区域经济发展；房地产行业既是中国经济发展的重要支柱产业，同时也是直接关系国民生活利益的民生产业，为了改善民生促进社会和谐稳定，国家及地区宏观调控措施调整频繁，房地产企业始终面临一定的政策风险。公司主要从事产业新城开发建设和城市地产开发业务，产业新城开发建设是公司主要的收入和利润来源；公司产业新城开发模式契合国家产业政策和政府诉求，基于优秀的战略规划能力、投资建设能力和较强的招商能力，公司受托园区发展良好，可复制能力较强，签约入园企业和投资金额增长较快，公司地产业务均位于核心城市外溢区域，合理价差和成熟的产品线有效保证了园区配套住宅和城市住宅的快速去化；同时公司融资渠道多样，与金融机构合作关系良好，为产业新城建设提供了资金保障。公司流动资产中预收款项占比较大，有利于保障公司未来收入水平；但随着公司园区的不断拓展，公司面临一定的资本支出压力，经营性净现金流对债务的保障程度较弱。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。预计未来 1~2 年，公司主营业务将继续保持稳定增长。因此，大公对华夏幸福的评级展望为稳定。

## 跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

### 1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

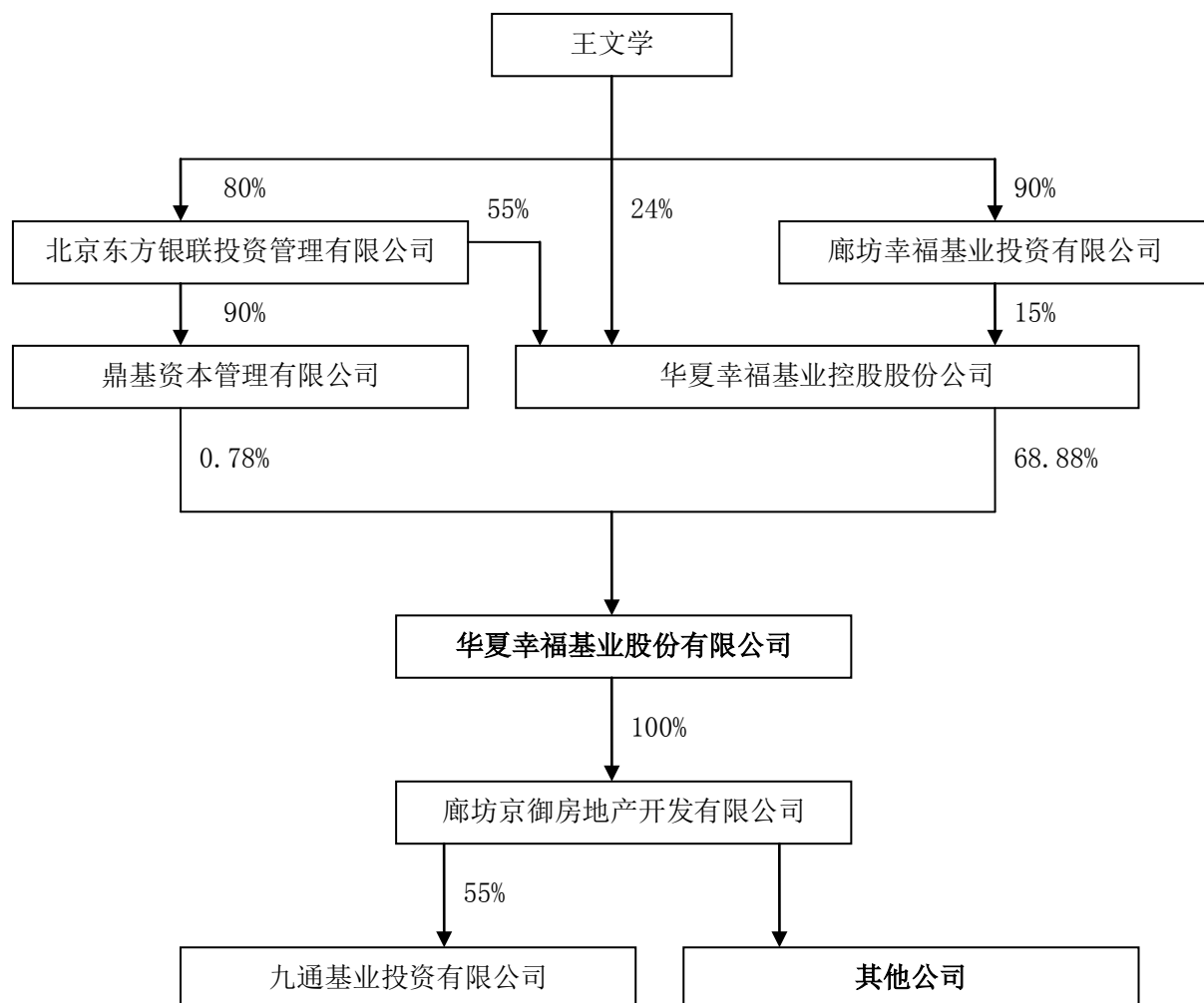
### 2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

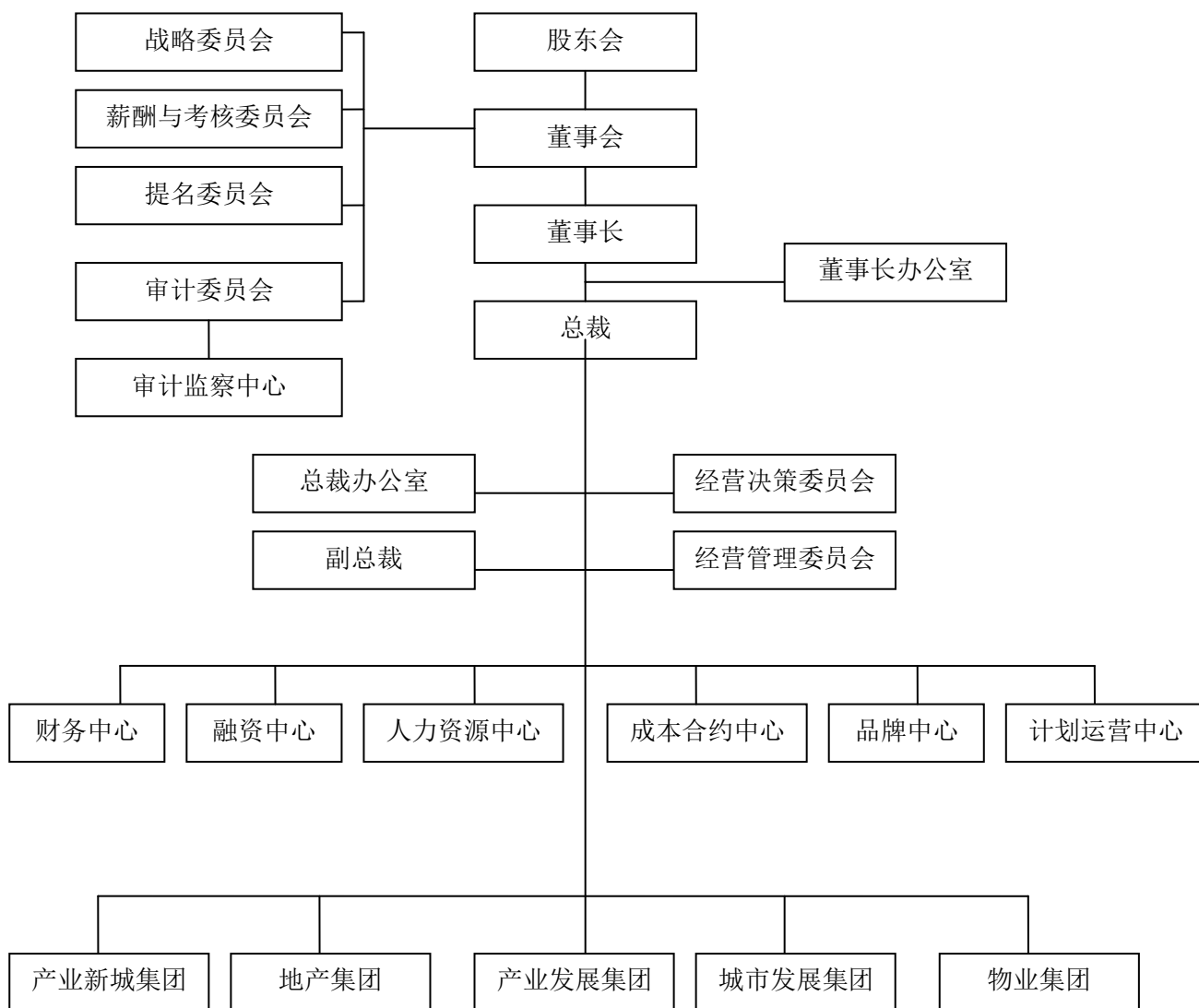
附件 1 截至 2014 年 9 月末华夏幸福基业股份有限公司股权结构图







## 附件2 截至2014年9月末华夏幸福基业股份有限公司组织结构图





附件 3

华夏幸福基业股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2014 年 9 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	1,612,954	994,376	555,648	357,428
应收账款	482,418	174,429	141,102	30,552
预付款项	434,954	239,625	130,024	150,650
其他应收款	362,838	100,633	137,472	66,018
存货	6,717,133	5,405,776	3,228,021	2,066,504
流动资产合计	9,750,694	6,934,838	4,192,376	2,671,151
持有至到期投资	105,193	0	0	34,200
长期股权投资	1,746	1,764	1,832	1,944
固定资产	139,796	75,963	20,443	21,423
在建工程	126,319	133,852	70,827	985
无形资产	53,331	34,886	8,295	4,041
非流动资产合计	703,992	474,543	126,968	86,833
资产总计	10,454,687	7,409,381	4,319,345	2,757,984
占资产总额比 (%)				
货币资金	15.43	13.42	12.86	12.96
应收账款	4.61	2.35	3.27	1.11
预付款项	4.16	3.23	3.01	5.46
其他应收款	3.47	1.36	3.18	2.39
存货	64.25	72.96	74.73	74.93
流动资产合计	93.27	93.60	97.06	96.85
持有至到期投资	1.01	0.00	0.00	1.24
长期股权投资	0.02	0.02	0.04	0.07
固定资产	1.34	1.03	0.47	0.78
在建工程	1.21	1.81	1.64	0.04
无形资产	0.51	0.47	0.19	0.15
非流动资产合计	6.73	6.40	2.94	3.15

**附件 3 华夏幸福基业股份有限公司主要财务指标（续表 1）**

单位：万元

年 份	2014 年 9 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
<b>负债类</b>				
短期借款	788,803	339,460	67,000	28,900
应付票据	195,788	45,000	2,000	0
应付账款	606,365	581,553	267,797	81,606
预收款项	4,329,561	3,498,138	2,425,273	1,696,477
其他应付款	334,231	245,973	179,225	131,999
一年内到期的非流动负债	1,274,259	640,720	192,800	140,200
流动负债合计	7,502,679	5,441,509	3,194,814	2,131,000
长期借款	1,061,376	730,390	522,820	92,910
专项应付款	167,874	166,800	99,269	86,515
非流动负债合计	1,254,544	972,348	628,671	226,101
负债合计	8,757,223	6,413,857	3,823,485	2,357,101
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	9.01	5.29	1.75	1.23
应付票据	2.24	0.70	0.05	0.00
应付账款	6.92	9.07	7.00	3.46
预收账款	49.44	54.54	63.43	71.97
其他应付款	3.82	3.84	4.69	5.60
一年内到期的非流动负债	14.55	9.99	5.04	5.95
流动负债合计	85.67	84.84	83.56	90.41
长期借款	12.12	11.39	13.67	3.94
专项应付款	1.92	2.60	2.60	3.67
非流动负债合计	14.33	15.16	16.44	9.59
<b>权益类</b>				
实收资本（股本）	132,288	132,288	88,192	58,795
资本公积	1,586	1,586	1,586	24,306
盈余公积	37,583	37,583	24,934	21,653
未分配利润	748,378	493,586	316,932	173,885
归属于母公司所有者权益	919,835	665,042	431,644	278,639
少数股东权益	777,629	330,482	64,215	122,245
所有者权益合计	1,697,464	995,524	495,859	400,883

### 附件 3 华夏幸福基业股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2014 年 9 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
损益类				
营业收入	1,793,227	2,105,975	1,207,694	779,001
营业成本	1,089,419	1,393,904	728,801	452,380
销售费用	59,700	87,315	71,821	53,448
管理费用	101,576	115,059	77,733	52,427
财务费用	2,296	11,491	-1,819	-174
投资收益	5,577	2,483	-111	560
营业利润	438,224	358,054	251,481	174,928
利润总额	438,369	358,599	251,966	174,237
所得税	119,743	89,962	65,294	46,299
净利润	318,626	268,638	186,672	127,938
占营业收入比 (%)				
营业成本	60.75	66.19	60.35	58.07
销售费用	3.33	4.15	5.95	6.86
管理费用	5.66	5.46	6.44	6.73
财务费用	0.13	0.55	-0.15	-0.02
营业利润	24.44	17.00	20.82	22.46
利润总额	24.45	17.03	20.86	22.37
净利润	17.77	12.76	15.46	16.42
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-380,802	-347,442	21,753	24,094
投资活动产生的现金流量净额	-266,693	-307,599	-263,996	-75,534
筹资活动产生的现金流量净额	1,156,404	1,110,404	416,077	133,517
财务指标				
EBIT	447,409	375,389	254,717	174,689
EBITDA	461,524	381,935	259,303	177,653
总有息负债	3,344,632	1,829,670	790,120	306,510





### 附件 3 华夏幸福基业股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2014 年 9 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
毛利率 (%)	39.25	33.81	39.65	41.93
营业利润率 (%)	24.44	17.00	20.82	22.46
总资产报酬率 (%)	4.28	5.07	5.90	6.33
净资产收益率 (%)	18.77	26.98	37.65	31.91
资产负债率 (%)	83.76	86.56	88.52	85.46
债务资本比率 (%)	66.33	64.76	61.44	43.33
长期资产适合率 (%)	419.32	414.69	885.68	722.06
流动比率 (倍)	1.30	1.27	1.31	1.25
速动比率 (倍)	0.40	0.28	0.30	0.28
保守速动比率 (倍)	0.22	0.18	0.17	0.17
存货周转天数 (天)	1,502.26	1,114.91	1,307.65	1,246.93
应收账款周转天数 (天)	49.45	26.97	25.58	7.52
经营性净现金流/流动负债 (%)	-5.88	-8.05	0.82	1.46
经营性净现金流/总负债 (%)	-5.02	-6.79	0.70	1.27
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-2.02	-2.01	0.32	0.82
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.24	2.69	3.76	5.98
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	2.31	2.74	3.83	6.08
现金比率 (%)	21.50	18.27	17.39	16.77
现金回笼率 (%)	169.16	149.36	151.19	195.76
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

## 附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>3</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>4</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

---

<sup>3</sup> 前三季度取 270 天。

<sup>4</sup> 前三季度取 270 天。



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

## 附件 5 中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

**AAA 级**：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 级**：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 级**：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 级**：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 级**：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

**B 级**：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 级**：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 级**：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 级**：不能偿还债务。

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

### 大公评级展望定义：

**正面**：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

**稳定**：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

**负面**：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。