

平安财富·安锦 18 号集合资金信托计划信用评级报告

优先级信托受益权级别 **AA⁺**

信托计划概要

信托计划名称	平安财富·安锦 18 号集合资金信托计划
信托计划规模	总规模 40 亿元，其中优先级份额 17.5 亿元，由平安信托负责对外募集机构资金；中间级 2.5 亿元，广发信德以广发证券自有资金通过华龙证券资管计划认购；劣后级份额 20 亿元，由项目公司股东及关联方以其对项目公司的债权认购
受托人	平安信托有限责任公司
信托计划期限	60 个月，自投资完成日起算，平安信托可根据《信托合同》的约定提前终止信托计划
融资主体	大厂回族自治县鼎鸿投资开发有限公司（以下简称“项目公司”）
资金用途	以信托资金对项目公司增资，用于大厂潮白河工业园区建设及运营管理
担保措施	1、廊坊京御房地产开发有限公司（以下简称“廊坊京御”）13.33%股权质押、项目公司剩余 22.9%股权质押；2、华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”）提供连带责任保证担保；3、华夏幸福基业控股股份有限公司（以下简称“华夏控股”）及其实际控制人王文学承担流动性补足及差额补足义务。

概况数据

项目公司	2011	2012	2013	2014.9
所有者权益（亿元）	7.83	11.76	10.97	12.59
总资产（亿元）	24.27	36.19	53.50	90.02
总债务（亿元）	3.09	16.04	25.85	34.95
营业总收入（亿元）	7.10	12.89	16.15	19.78
营业毛利率（%）	58.20	54.02	53.69	49.80
EBITDA（亿元）	3.39	5.25	6.95	-
所有者权益收益率（%）	32.34	33.39	47.48	43.66
资产负债率（%）	67.72	67.51	79.50	86.02
总债务/EBITDA (X)	0.91	3.06	3.72	-
廊坊京御	2011	2012	2013	2014.9
所有者权益（亿元）	29.72	37.11	77.78	148.87
总资产（亿元）	275.74	448.58	765.49	1161.33
总债务（亿元）	26.20	73.46	170.56	332.02
营业总收入（亿元）	77.90	120.77	210.60	179.32
营业毛利率（%）	41.93	39.65	33.81	39.26
EBITDA（亿元）	17.81	25.59	38.67	-
所有者权益收益率（%）	43.19	49.55	34.99	28.47
资产负债率（%）	89.22	91.73	89.84	87.18
总债务/EBITDA (X)	1.47	2.87	4.41	-

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”）拟设立的“平安财富·安锦 18 号集合资金信托计划”（以下简称“信托计划”）项下优先级信托受益权的信用等级为 **AA⁺**，该级别反映了信托受益权的违约风险很低，信托受益权持有人按时足额获得本息偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响。

中诚信证评肯定了信托计划拟投资项目依托显著的区位优势、合理的产业布局以及华夏幸福丰富的园区开发运营经验，未来发展前景向好、担保主体华夏幸福独特的业务模式给其带来的竞争优势，业务规模持续增长，综合实力很强，其提供的连带责任保证担保增信效果显著、华夏控股及其实际控制人王文学承担的流动性补足及差额不足义务，以及廊坊京御及项目公司股权质押的增信措施的设置，以及受托人丰富的信托计划管理经验等正面因素对信托计划本息偿还所提供的有力支持。同时，中诚信证评也关注到房地产业务受国家政策及外部环境变化影响较大、华夏幸福未来面临的资金压力等因素可能对信托受益权信用水平产生的影响。

正 面

- 丰富的园区开发运营经验和独特的业务模式。经过多年发展，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，形成比较独特的“园区开发运营+房地产开发建设”的产业新城开发模式，在河北廊坊、张家口市等环北京区域取得了较好的经营业绩，为本信托计划拟投资项目大厂潮白河工业园区建设及运营管理的顺利进行提供了较好保障。
- 信托计划拟投资项目区位优势显著，产业布局合理，未来发展前景向好。大厂潮白河工业园区地处京津冀城市群的中心地带，西靠潮白河与北京市通州区相连，距北京 CBD 仅半小时车程，区位优势显著。依托京津冀整体发展战略、合理的产业布局，以及日趋完善的园区配套，园

华夏幸福	2011	2012	2013	2014.9
所有者权益(亿元)	40.09	49.59	99.55	169.75
总资产(亿元)	275.80	431.93	740.94	1045.47
总债务(亿元)	30.65	79.01	182.97	334.46
营业总收入(亿元)	77.90	120.77	210.60	179.32
营业毛利率(%)	41.93	39.65	33.81	39.25
EBITDA(亿元)	17.77	25.93	38.19	46.15
所有者权益收益率(%)	31.91	37.65	26.98	25.03
资产负债率(%)	85.46	88.52	86.56	83.76
总债务/EBITDA(X)	1.73	3.05	4.79	5.44
EBITDA 利息倍数	9.91	5.16	2.25	2.31
华夏控股	2011	2012	2013	2014.9
所有者权益(亿元)	36.40	41.38	86.88	152.95
总资产(亿元)	290.72	472.90	787.54	1110.46
总债务(亿元)	31.24	112.42	218.56	400.58
营业总收入(亿元)	77.90	120.77	210.60	168.69
营业毛利率(%)	41.93	39.65	33.81	38.82
EBITDA(亿元)	16.71	23.31	34.81	-
所有者权益收益率(%)	31.96	32.24	23.12	22.99
资产负债率(%)	87.48	91.25	88.97	86.23
总债务/EBITDA(X)	1.87	4.82	6.28	-

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、2014年9月所有者权益收益率、总债务/EBITDA指标经年化处理；

3、项目公司2011年长期应付款实为有息债务，故将该指标调整至长期债务及相关指标计算；

4、华夏幸福长期应付款科目实为有息债务，故将长期应付款年末余额计入总债务及相关指标。

区入园企业数量增长较快，未来发展前景向好。

- 增信措施较充分。依托园区开发业务与房地产项目开发业务的协同效益，近年来华夏幸福规模持续保持增长，综合实力较强。2014 年实现销售额 520 亿元，位列中国房地产企业销售金额排名第 13 位。华夏幸福提供的连带责任保证担保为本信托计划的到期偿付提供了很强的保障。此外，华夏控股及其实际控制人王文学承担的流动性补足及差额补足义务、廊坊京御及项目公司股权质押的安排，亦有助于提升投资者的边际效应。
- 受托人信托计划管理经验丰富，资本实力很强。平安信托近年来发展速度较快，积累了丰富的信托计划管理经验。截至 2013 年 12 月 31 日，平安信托管理的信托资产规模达 2,903.20 亿元，净资产为 171.34 亿元，资本实力位居行业前列。

关 注

- 华夏幸福未来面临一定的资金压力。华夏幸福目前在建项目较多，未来进行房地产项目开发、园区开发建设仍需要大量资金投入，面临一定的资金压力。而且，现阶段国内房地产市场景气度波动明显，部分地区供需结构处于调整阶段，或将对华夏幸福房地产业务板块的经营发展产生影响。

分 析 师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

樊天璇 txgong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 3 月 10 日

本次信托计划概况

平安信托有限责任公司(以下简称“平安信托”)作为受托人,拟发起“平安财富 安锦 18 号集合资金信托计划”(以下简称“本信托计划”),预期向社会合格投资者募集优先级资金不超过 17.5 亿元;中间级资金 2.5 亿元,以广发证券自有资金通过华龙证券专项资产管理计划认购;劣后级资金 20 亿元,以大厂回族自治县鼎鸿投资开发有限公司(以下简称“大厂鼎鸿投资公司”或“项目公司”)关联方廊坊华夏新城建设发展有限公司以其对项目公司的债权认购。平安信托以募集的优先级信托资金向大厂鼎鸿投资公司增资,增资完成后,平安信托持有项目公司 48.98% 股权(以下简称“标的股权”)。信托资金最终用于大厂潮白河工业园区建设及运营管理。本信托计划的预定期限为 60 个月,自投资完成日起算,平安信托可根据《信托合同》的约定提前终止信托计划。

根据《股权合作合同》的约定,九通基业投资有限公司(以下简称“九通基业”)、大厂鼎鸿投资公司向平安信托承诺达到以下全部经营目标:(1)在投资完成日起满 21 个月之日,大厂鼎鸿在工业园区的开发面积不低于 30 平方公里;(2)投资完成起满 21 个月之日,大厂鼎鸿投资公司累计实现的未分配利润不低于 30 亿元。若在投资完成日起满 21 个月之日,大厂鼎鸿投资公司未能达到上述全部经营目标,则平安信托有权要求廊坊京御房地产开发有限公司(以下简称“廊坊京御”)或廊坊京御指定的其他方收购标的股权并在投资完成日起满 24 个月之日到期前 1 至 10 日支付股权收购价款。同时,华夏幸福基业股份有限公司(以下简称“华夏幸福”)及其实际控制人王文学分别与平安信托签订《保证合同(一)》、《保证合同(二)》,保证无条件履行廊坊京御或廊坊京御指定的其他方在《股权合作合同》项下的全部义务;华夏幸福基业控股股份有限公司(以下简称“华夏控股”)及其王文学将按照《差额补足协议》的约定就廊坊京御或廊坊京御指定的其他方支付的标的股权的股权收购价款履行差额补足义务,以及对大厂鼎鸿可实现的净利润承担流动性补足义务。

此外,为确保廊坊京御或廊坊京御指定的其他方在《股权合作合同》项下对信托计划的股权收购价款的支付义务,华夏幸福、九通基业向平安信托提供股权质押担保,具体由华夏幸福与平安信托签署的《廊坊京御股权质押合同》、九通基业与平安信托签署的《大厂鼎鸿股权质押合同》予以明确。

行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一,在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来,中国房地产行业得到快速发展;2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下,国内房价出现十年来的首次下跌;2009 年后,信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏,商品房市场呈现量价齐升的态势;2010 年以来,为抑制过快上涨的房价,国务院先后出台了“新国十条”、“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策,房地产市场再次进入调整阶段。

从“国房景气指数”运行趋势来看,该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶,达到 106.59;至 2009 年 3 月探底,至 94.74。本轮在 2010 年 3 月触顶,达到 105.89 后,在严厉的调控政策影响下,房地产投机性需求逐步得以遏制,“国房景气指数”从高位开始回落,并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89。2012 年以来,前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低,截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39,较 2011 年末降低 4.5。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来,加之开发商资金状况有所改善,开工能力增强,房地产景气程度缓慢回升。2013 年,在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下,国内房地产景气度较 2012 年有所回升,国房景气指数全年保持在 97 左右。2014 年以来,国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响,国房景气指数又有所回落。截至 2014 年 9 月末,国房景气指数为 94.72 点。

在房地产投资方面,伴随着房价的过快上涨,政府对房地产的政策取向由支持逐步转向收紧,房地产行业投资增速放缓。根据国家统计局数据显示,2011 年全国共完成房地产开发投资 61,780 亿

元,同比增长 27.90%,增速下降 5.3 个百分点;2012 年全国共完成房地产开发投资 71,804 亿元,同比增长 16.2%,增速回落 11.9 个百分点。2013 年,在需求释放的带动下,全国房地产开发投资增速有所恢复,全年完成投资 86,013 亿元,同比增长 19.79%,增幅比 2012 年提高 3.6 个百分点。2014 年以来,商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落,2014 年 1~9 月增速已经下降至 12.5%。

图 1: 2011 年以来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

土地成交方面, 2013 年随着房地产市场的成交走势的不断上扬, 房地产企业在 2013 年内加大土地市场投入力度, 全国土地市场也迎来了近年来的成交高峰。2013 年, 房地产开发企业土地购置面积 38,814 万平方米, 比上年增长 8.82%, 土地成交价款 9,918 亿元, 增长 33.9%, 增速提高 2.4 个百分点。2014 年以来, 伴随着房地产销售情况的下滑, 房地产开发企业购置面积同比出现下降, 2014 年 1~9 月份, 房地产开发企业土地购置面积 24,014 万平方米, 同比下降 4.6%; 但由于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, 同期土地成交价款为 6,781 亿元, 同比增长 11.5%。

从需求情况看, 2010~2012 年我国商品房销售面积及销售金额保持逐年上升态势, 但随着政策效益的显现, 房地产市场需求出现萎缩, 商品房销售增长缓慢。2010 年全国商品房销售面积 104,764 万平方米, 同比增长 10.1%; 销售金额 52,721 亿元, 同比增长 18.3%, 增速较 2009 年大幅下降。2011 年全国商品房销售面积和销售额增速分别较上年度下降 5.2 个百分点、6.2 个百分点。2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米, 同比增长 1.8%, 增速降低 3.1 个百分点; 商品房销售额 64,456 亿元,

同比增长 10%, 增速降低 2.1 个百分点, 商品房销售面积和销售额增速继续回落。

在宏观调控政策的持续影响下, 房地产投机性需求得以遏制, 刚性和改善性需求成为房地产市场主要购买力。进入 2013 年, 刚性和改善性需求出现集中释放, 当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米, 比上年增长 17.3%, 增速比 2012 年提高 15.5 个百分点; 其中, 住宅销售面积增长 17.5%, 办公楼销售面积增长 27.9%, 商业营业用房销售面积增长 9.1%。商品房销售额 81,428 亿元, 增长 26.3%, 增速比 2012 年提高 16.3 个百分点; 其中, 住宅销售额增长 26.6%, 办公楼销售额增长 35.1%, 商业营业用房销售额增长 18.3%。

图 2: 近年来全国百城住宅价格指数



资料来源: wind, 中诚信证评整理

2014 年以来, 全国商品住宅销售面积同比持续下降, 带动商品房销售量加速下滑。2014 年 1~9 月, 我国商品房销售面积为 77,132 万平方米, 同比下降 8.60%; 商品房销售额为 49,227 亿元, 同比下降 8.90%。在销售下滑和高库存的双重压力下, 住房价格涨幅趋缓, 2014 年 1~4 月, 百城住宅价格指数环比虽有增长, 但涨幅亦逐步缩小, 自 2014 年 5 月以来, 百城指数环比已经连续下降 4 个月。

2014 年以来, 随着房地产市场短期供大于求, 导致库存量连续攀升。截至 2014 年 9 月末, 全国商品房待售面积 5.71 亿平方米, 比 8 月末增加 988 万平方米。其中, 住宅待售面积增加 629 万平方米, 办公楼待售面积增加 46 万平方米, 商业营业用房待售面积增加 206 万平方米。根据中国指数研究院的数据显示, 主要代表城市的出清周期明显延长。

图 3：近年来全国商品房销售情况

单位：万平米



资料来源：wind，中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看，从房地产企业资金面的情况看，2013 年，房地产开发企业到位资金 122,122 亿元，比 2012 年增长 26.5%，增速上升了 13.84 个百分点。结构上看，自筹资金、订金及预售款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导位置，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。

表 1：2011 年~2014 年 9 月末房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2011	2012	2013	2014.Q3
资金来源合计	83,246	96,538	122,122	89,869
同比增长率	14.1	12.7	26.5	2.3
其中：自筹资金	34,093	39,083	47,425	37,535
同比增长	28.0	11.7	21.3	11.5
国内贷款	12,564	14,778	19,673	16,288
同比增长率	0.0	13.2	33.1	11.8
利用外资	814	402	534	430
同比增长率	2.9	-48.8	32.8	9.9
其他来源	35,775	42,275	54,491	35,616
同比增长率	8.6	14.7	28.9	-9.1

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2014 年 1~9 月，房地产到位资金同比增长 2.3%，增速较 2013 年出现大幅下降。其中，国内贷款 16,288 亿元，增长 11.8%；利用外资 430 亿元，增长 9.9%；自筹资金 37,535 亿元，增长 11.5%；其他资金 35,616 亿元，下降 9.1%。在其他资金中，定金及预收款 21,582 亿元，下降 11.1%；个人按揭贷款 9,794 亿元，下降 4.9%。截至 2014 年 9 月末，全国个人购房贷款余额为 10.16 万亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 66.46%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.18%。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府

也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2011~2013 年及 2014 年上半年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别为 31.7%、46.6%、26.7% 和 47.3%，连续保持高速增长。截至 2014 年 9 月末，保障性住房开发贷款余额达 9,694 亿元，占同期末房地产贷款余额的比重为 9.03%。

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波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。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。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。

2013 年全国房地产市场调控基调贯彻始终，但不同城市政策导向出现差别化。年初，国务院出台“新国五条”，进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。2014 年继“两会”上中央提出分类调控后，地方政府纷纷自主出台调整政策，集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面，南宁率先松绑限购政策，之后其他限购城市陆续放松限购，10 月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购；对于更为重要的资金层面，中央政府相继出台央五条、定向降准，以及央行银监会放松“二套房”贷款的认定标准等微刺激措施引导、稳定住房消费，稳定住房消费，支持居民合理的住房需求。

表 2：2013 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	政策	主要内容
2013.02	国务院常务会议	“国五条”：完善稳定房价工作责任制；坚决抑制投机投资性购房；增加普通商品住宅及用地供应；加快保障性安居工程规划建设；加强市场监管。
2013.03	国务院办公厅关于实施《国务院机构改革和职能转变方案》任务分工的通知	整合房屋登记和土地登记的职责，由国土资源部、住房城乡建设部会同法制办、税务总局等有关部门负责，2014 年 6 月底前出台不动产登记条例。
2013.05	国务院批转发改委《2013 年深化经济体制改革重点工作的意见》	深入推进政治体制改革，积极推动民生保障、城镇化和统筹城乡相关改革；扩大个人住房房产税改革试点范围；健全保障性住房分配制度。
2013.06	国务院出台措施加快棚户区改造	增加财政投入，引导金融机构加大对棚户区改造的信贷支持，落实相关政策，鼓励和引导民间资本通过投资参股，委托代建等形式参与棚户区改造。
2013.09	国务院印发《关于加快发展养老服务业的若干意见》	明确提出“开展老年人住房反向抵押养老保险试点”
2013.11	十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	针对房地产行业，重点指出从深化户籍、土地、金融等多要素改革促进房地产市场长效机制建立健全。
2013.12	政治局会议	努力解决好住房问题，探索适合国情、符合发展阶段特征的住房模式，加大廉租住房、公共租赁等保障性住房建设和供给，做好棚户区改造。
2014.01	国土资源部《组建不动产登记局 开展不动产统一登记》	国土资源部将协调有关部门建立部际联席会议制度，加快组建不动产登记局，扎实开展不动产统一登记。
2014.02	中国人民银行	中央明确提出要落实差别化住房信贷政策，满足首套自住购房的贷款需求，切实提高保障性安居工程金融服务水平
2014.03	全国人大“推进房地产税立法”	全国人大正在推进房地产税立法工作，在其出台之前，不动产登记、住房信息联网等将先期进行。
2014.03	国务院《国家新型城镇化规划》	2020 年要实现常住人口城镇化率达到 60%左右，户籍人口城镇化率达到 45%左右。
2014.04	中国人民银行	中央人民银行宣布将降低部分农村商业银行存货准备金率。
2014.05	国土资源部	从 2014 年开始，用 3 年左右时间全面实施不动产统一登记制度，用 4 年左右时间运行统一的不动产登记信息管理基础平台。
2014.05	央五条	优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求；合理确定首套房贷款利率水平；及时审批和发放符合条件的个人住房贷款；严格执行个人住房贷款各项管理规定；加强对住房贷款风险的监测分析。
2014.05	发改委《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》	《通知》在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持，包括增加棚改相关的城投发债指标，放宽棚改概念企业债发行条件，推出项目收益类债券、扩大债债范围等举措。
2014.06	中国人民银行	从 2014 年 6 月 16 日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2014.07	住建部《第一次全国住房城乡建设工作会议座谈会》	对房地产政策完善提出了三点落实意见：千方百计消化库存；进一步加强房地产结构调整；完善房地产项目周边配套设施。
2014.07	国务院常务会议	住房保障和公积金制度实施范围逐步扩大到农民工、《不动产登记暂行条例》公开征求意见。
2014.09	中国人民银行和银监会《关于进一步做好金融服务工作等通知》	放松了“二套房”贷款的认定标准。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

2014 年以来，房地产市场持续分化，在“双向调控”的政策基调下，部分城市限购政策出现松绑，但政策效果还有待观察，且短期内依旧难以扭转库存加大的局面，去库存将为房地产市场的主基调

2014 年以来，我国房地产市场出现分化，部分城市商品房价格下降，库存压力加大，去化周期明显延长。为此，住建部在 2014 年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况

灵活制定相应的调控手段。对一线城市继续增加供应，抑制、遏制投资投机性需求，限购政策不退出。而对于库存量比较大的城市，要控制今年住宅用地的规模，调整新建商品住房上市结构，通过必要的经济手段来支持当地居民合理的住房需求，消化库存。

总体来看，2014 年以来全国商品房销售面积和销售金额双双回落，市场库存压力加大。放松限购城市的增加，虽然在短期内有助于引导市场预期，

有望带动需求释放。但限购松绑无法从根本上扭转市场供需失衡，库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。房地产市场调控方面，在继续坚持“双向调控”政策基调的同时，未来将着重建立房地产调控长效机制，包括金融、信贷、财税、土地、普通商品住房供给等多方面。

融资主体

概况

大厂鼎鸿投资公司（本节或简称为“公司”）成立于 2007 年 5 月，系由洪卫东和北京东方银联投资管理有限公司共同出资组建，初始注册资本为 5,000 万元。2007 年 10 月，北京东方银联投资管理有限公司和洪卫东将其持有的公司股权全部转让给九通基业投资有限公司（以下简称“九通基业”）。经多次增资后，截至 2013 年 12 月末，公司注册资本为 5.5 亿元，九通基业持股 100%，实际控制人为王文学。

公司经营范围包括园区基础设施投资建设与管理、市政管理、土地整理、投资咨询服务、物业管理、厂房建设租赁。目前公司主要负责大厂潮白河工业园区建设与运营管理。

截至 2013 年末，公司总资产 53.50 亿元，所有者权益 10.97 亿元，资产负债率 79.50%。2013 年公司实现营业收入 16.15 亿元，取得净利润 5.21 亿元。

截至 2014 年 9 月末，公司总资产 90.02 亿元，所有者权益 12.59 亿元，资产负债率 86.02%。2014 年 1-9 月，公司实现营业收入 19.78 亿元，取得净利润 4.12 亿元。

业务运营

大厂潮白河工业区（以下或简称为“工业区”）成立于 2007 年 5 月，位于河北省廊坊市大厂回族自治县西南部，西临潮白河与北京市通州区相连，区内包含祁各庄镇和邵府乡，管辖面积约 70 平方公里。工业区地处京津冀经济圈和环渤海经济区的中心地带，距国贸正东 30 公里，距北京 CBD 仅半小时车程，区域优势显著。

大厂潮白工业区于 2008 年底被批准为首批省级产业聚集。2011 年 5 月大厂县人民政府将大厂新

兴产业示范区委托给华夏幸福进行整体开发运营。

大厂新兴产业示范区东至主城区西边界华安路，南至滨河大道及潮白河，西至 2007 年批复的潮白河工业区东边界，北至群英-分干渠及鲍邱河。经过七年的开发建设，工业区已累计完成固定资产投资 113.1 亿元，园区骨干路网厂通路、福喜路、将潭路已建成，累计建设完成道路 65 条共计 59 公里，完成景观绿化面积 130 万平方米，完成 2 座供水站、1 座热力站，1 座燃气站等，基本实现了园区九通一平。

园区产业规划方面，依托京津冀整体发展战略，大厂潮白河工业区坚持以产促城，区域布局智能装备、新型节能建材、能源装备、新材料、中核建专用设备、航空科技、中国检验认证、文化科技等八大产业园，以实现产业高端化和高端产业化发展目标。其中，文化科技产业园于 2014 年底投入使用，以国家大力发展文化产业为契机，以央视和国家新闻出版总署项目依托，发展成以影视传媒、数字文化、新闻出版为主的新兴文化产业示范基地；航空科技产业园于 2013 年 9 月份实现招商项目落地，以中航工业项目为契机，大力发展航空装备、航空专用设施等高端产业；新材料产业园于 2013 年底实现样本区首批项目签约，重点发展金属新材料、新能源等产业，以支撑战略性新兴产业发展，促进区域传统产业转型升级；智能装备产业园于 2013 年上半年整体形象建设完成，大力引进新能源装备产业、医疗器械装备产业龙头企业，发展成以智能装备制造为主的产业聚集区。

得益于京津冀整体发展战略、合理的产业布局，以及日趋完善的园区配套，园区入园企业数量增长较快。截至 2014 年 9 月末，工业区内总签约企业 105 家，已投产 71 家，在建企业 27 家，签约企业落地率达 93.39%。从产业园分布情况来看，入园企业集中于先进装备制造、新材料及节能环保，结构较为多元合理，且均为国家政策支持发展行业，具备良好的发展前景。

表 3：截至 2014 年 9 月末工业区项目进度表

产业园	总签约数	已投产数	单位：家
			在建数
文化科技	4	0	0
智能装备	60	47	12
新材料	14	7	7
节能环保	11	8	3
航空科技	2	1	1
中国检验认证	2	0	0
其他	12	8	4
合计	105	71	27

资料来源：中诚信证评整理

财务分析

以下财务分析主要基于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 2011~2013 年度审计报告，以及未经审计的 2014 年 9 月份财务报表。

资本结构方面，随着大厂潮白河工业园区建设的持续推进，项目公司资产规模大幅增长。截至 2013 年 12 月 31 日，项目公司资产总额 53.50 亿元，近三年年均复合增长率为 48.48%。同期，工业区建设资金的持续投入亦加大了项目公司外部融资需求，使得其负债规模呈现快速增长态势。截至 2013 年末，项目公司总负债 42.53 亿元，近三年年均复合增长率为 60.88%。受此影响，项目公司资产负债大幅上升，2013 年末为 79.50%，较 2011 年末上升 11.78 个百分点。2014 年以来，项目公司资产负债进一步提升。截至 2014 年 9 月末，项目公司总资产为 90.02 亿元，总负债 77.43 亿元，资产负债率进一步上升至 86.02%。

盈利能力方面，项目公司收入主要来自于产业发展服务收入、土地整理收入以及基础设施建设收入等。近年随着大厂潮白河工业园区建设的持续推进及入驻企业数量的不断增多，项目公司收入规模持续增长。2011~2013 年，项目公司分别实现营业收入 7.10 亿元、12.89 亿元和 16.15 亿元；营业毛利率分别为 58.20%、54.02%和 53.69%。扣除成本费用后，项目公司近三年取得净利润 2.53 亿元、3.93 亿元和 5.21 亿元，净资产收益率分别为 32.34%、33.39%和 47.48%，盈利能力较强。

偿债能力方面，从债务规模来看，截至 2013

年末，公司总债务为 25.85 亿元，近三年年均复合增长率为 269.83%；短期债务/长期债务为 1.58 倍，偿债压力有所上升。从经营性现金流来看，由于工业区建设投入资金较多，项目公司近三年经营性净现金流持续呈净流出状态，分别为-3.21 亿元、-9.65 亿元和-8.06 亿元。从 EBITDA 对债务本息的覆盖程度来看，2011~2013 年项目公司总债务/EBITDA 分别为 0.91 倍、3.06 倍和 3.72 倍，尽管受债务规模上升的影响而有所下降，但整体上来看，项目公司经营所得仍可对其债务的偿还形成一定的保障。

总体来看，大厂潮白工业园区地处京津冀城市群的中心地带，西靠潮白河与北京市通州区相连，距北京 CBD 仅半小时车程，区位优势显著。依托京津冀整体发展战略、合理的产业布局，以及日趋完善的园区配套，园区入园企业数量增长较快，项目公司收入规模持续保持增长，未来发展前景向好。

担保措施分析

本信托计划主要的增信措施如下：华夏幸福及其实际控制人王文学分别与平安信托签订《保证合同（一）》、《保证合同（二）》，保证无条件履行廊坊京御或廊坊京御指定的其他方在《股权合作合同》项下的全部义务；华夏控股及其王文学将按照《差额补足协议》的约定就廊坊京御或廊坊京御指定的其他方支付的标的股权的股权收购价款履行差额补足义务，以及对大厂鼎鸿可实现的净利润承担流动性补足义务；华夏幸福、九通基业分别以其持有的廊坊京御 13.3%股权、项目公司 22.9%股权向平安信托提供股权质押担保。

廊坊京御是华夏幸福旗下最主要的房地产开发业务运作平台，而华夏幸福是华夏控股旗下最主要的运营平台。考虑到华夏幸福为上市公司，公开披露信息的可获性、以及廊坊京御、华夏幸福、华夏控股在业务运营及财务表现等方面高度一致，且具有较高的关联度，以下主要对保证担保方华夏幸福进行分析。

概况

华夏幸福（本节或简称为“公司”）前身为浙江国祥制冷工业股份有限公司（以下简称“浙江国

祥”)。浙江国祥系经浙江省人民政府企业上市工作领导小组浙上市(2001)24号文和国家对外贸易经济合作部外经贸资二函(2001)550号文批准,由浙江国祥制冷工业有限公司整体改制设立的中外合资股份有限公司。2003年12月,浙江国祥股票在上海证券交易所挂牌交易。2011年,经中国证券监督管理委员会证监发行字(2011)1355号《关于核准浙江国祥制冷工业股份有限公司重大资产重组及向华夏幸福基业股份有限公司发行股份购买资产的批复》核准,浙江国祥向华夏幸福基业控股股份公司(“华夏控股”)增发人民币普通股355,427,060股,控股合并廊坊京御房地产开发有限公司。2011年10月,浙江国祥名称变更为华夏幸福基业投资开发股份有限公司,证券代码保持不变。截至2014年9月30日,华夏幸福注册资本为1,322,879,715.00元,控股股东为华夏控股,持股比例为68.88%,实际控制人为王文学。

华夏幸福主要从事产业新城开发和城市地产综合开发两大业务,其中产业新城开发包括园区开发建设业务和园区房地产开发业务两项子业务。目前公司园区开发业务主要集中于河北廊坊、张家口、秦皇岛市等环北京区域。同时,公司近年来也逐步进行了环北京区域以外的沈阳等环渤海区域和无锡、镇江、嘉定、南京等环上海区域的拓展。截至2013年12月,华夏幸福纳入合并范围的子公司共70家。

截至2013年12月31日,华夏幸福资产总额740.94亿元,所有者权益合计99.55亿元,资产负债率为86.56%。2013年,华夏幸福实现营业收入210.60亿元,净利润26.86亿元,经营活动现金净流入为-34.74亿元。

截至2014年9月30日,华夏幸福资产总额1,045.47亿元,所有者权益合计169.75亿元,资产负债率为83.762%。2014年1~9月,华夏幸福实现营业收入179.32亿元,净利润31.86亿元,经营活动现金净流入为-38.08亿元。

业务运营

华夏幸福主营业务主要包括产业新城和城市地产两大板块。其中产业新城业务具体可分为基础设施建设、土地整理、产业发展服务、园区综合服务、园区开发运营业务和园区住宅配套建设业务。近年来随着公司开发园区规模的扩大,公司收入规模保持较快速度的增长。2011~2013年公司分别实现营业总收入77.90亿元、120.77亿元和210.60亿元,其中产业新城业务收入占营业总收入的比重分别为93.87%、85.05%和88.56%。从收入区域来源来看,目前公司所开发的园区主要集中于河北省廊坊市、张家口市、秦皇岛市等环北京区域,2011~2013年,环北京区域收入占比分别为100%、100%和98.72%。

表4: 2011~2013年公司各业务分板块收入利润情况

单位: 亿元、%

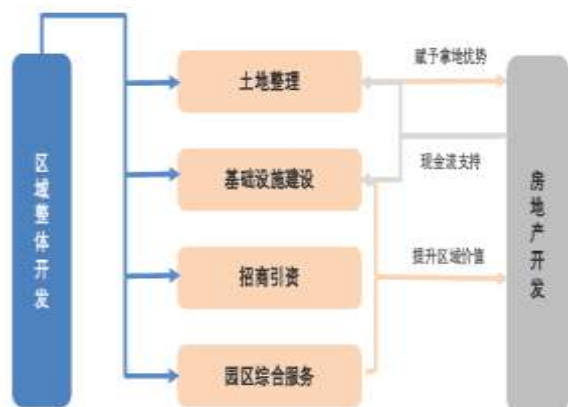
业务类型	2011			2012			2013		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
产业发展服务	9.53	12.23	100	15.46	12.80	95.61	23.65	11.23	97.58
基础设施建设	1.86	2.39	19.89	-	-	-	9.90	4.70	21.30
土地整理	22.63	29.05	32.66	20.60	17.06	25.45	20.53	9.75	28.97
综合服务	0.32	0.41	27.93	0.36	0.30	29.11	0.44	0.21	28.41
物业管理服务	0.25	0.32	-62.12	0.33	0.28	49.50	1.11	0.53	15.87
园区住宅配套	38.54	49.47	37.30	65.96	54.62	36.08	130.88	62.15	27.15
产业新城业务小计	73.13	93.87	43.21	102.72	85.05	42.93	186.51	88.56	35.91
城市地产开发	4.16	5.34	28.21	17.13	14.19	22.03	23.39	11.10	19.65
其他	0.30	0.39	12.83	0.27	0.23	-8.17	0.41	0.19	-21.36
主营业务收入合计	77.59	99.60	42.29	120.13	99.47	39.84	210.31	99.86	33.99
其他业务收入	0.31	0.40	-47.33	0.64	0.53	5.59	0.29	0.14	-94.03
营业总收入合计	77.90	100	41.93	120.77	39.65	39.65	210.60	100	33.81

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

园区开发运营业务

目前华夏幸福园区开发建设业务主要系为园区开发提供一站式解决方案，主要包括基础设施建设、土地整理、产业发展服务（招商引资服务）、园区综合服务。

图 4：华夏幸福产业新城开发结构



资料来源：华夏幸福公开资料，中诚信证评整理

从园区开发业务模式来看，华夏幸福通过与政府签订园区孵化协议，根据原有托管分成协议，在托管年限之内完成规划、土地整理、建设、招商和后期维护工作。相比传统政府自行开发而言，华夏幸福园区孵化模式，一方面可以减少政府在园区建设上的初期投资（政府分期支付开发费用）、把招商和运营更商业性工作交给更加专业的管理团队；另一方面，华夏幸福省去园区土地购置成本，将原本土地成本直接用于园区建设，与此同时获得园区成熟后的后期收益。

从园区开发投资回收模式来看，华夏幸福园区基础设施建设按照审计的建设成本加成一定比例（一般为 10%）；土地整理业务按照上一年度土地整理费用审计的整理成本加成一定比例（一般为 10%）；产业发展服务收入按照上一年度新增落地投资额的 45% 结算；园区综合服务按照上一年度园区综合服务费加成 10% 结算。政府可以选择一次性支付或者分期支付，但分期支付年限最长不超过 5 年。鉴于园区开发模式特点，公司在初期需要垫资土地整理、基础设施建设等资金，随着拓展园区数量的增加，公司未来将面临较大的资金压力。

从园区开发情况来看，华夏幸福坚持“聚焦大北京、做大环上海、战略布局环沈阳”的区域拓展战略。公司自 2002 年 6 月固安工业园区成立，开

启开发区综合园区开发运营，开发区域主要集中廊坊、张家口、秦皇岛、承德等环北京区域。2011 年以来，公司逐步加大了环北京区域以外的沈阳等环渤海区域和无锡、镇江、嘉定、南京等环上海区域的拓展力度。截至 2014 年 9 月末，公司已签订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。

从园区投资回收模式来看，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，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%~50% 确定收入；土地整理业务按照土地整理成本的一定比例（10%~15%）作为土地整理收益。近年随着公司承建的园区数量的增多和前期开发的园区陆续进入结算回款阶段，公司实现的园区开发业务结算回款金额保持增长，2011~2013 年公司分别为 36.05 亿元、30.16 亿元和 75.77 亿元。从结算收入来看，2011~2013 年公司分别结算确认基础设施建设收入 1.86 亿元、0 亿元和 9.90 亿元；土地整理收入 22.63 亿元、20.60 亿元和 20.53 亿元。

表 5：公司主要园区项目明细

单位：平方公里

区域	园区名称	园区定位	协议时间	面积	开发进度
大北京	固安工业园区	电子信息、汽车零部件	2002.6	86.74	趋于成熟
	大厂潮白河工业区	石油装备和新能源	2007.5	83.15	趋于成熟
	怀来京北生态新区	高新技术、现代服务、休闲	2009.9	121.72	发展阶段
	文安经济技术开发区	新型材料和装备制造	2011	21	起步阶段
	广阳现代服务业园区	现代服务业	2011	15	规划定位
	昌黎工业园区	节能环保、信息技术、高端装备	2011	15	起步阶段
	滦平金山岭园区	长城度假运动旅游	2011	225	规划定位
	香河园区	汽车产业	2012.2	40	起步阶段
	廊坊生态文化艺术新区	廊坊市新的行政中心	2012.11	8.65	起步阶段
	霸州园区	廊坊区域性中心城市	2013	14	规划定位
沈阳	永清园	环渤海商务空港	2013	18	规划定位
	沈北蒲河智慧产业园	智慧之港、健康之城	2011	10	规划定位
	沈阳于洪平罗新城	产业、科技创意、商务商业	2011	-	规划定位
环上海	沈阳苏家屯商务城		2012	34.85	起步阶段
	无锡南长园区	感知设备、精密设备制造	2012.6	3.52	起步阶段
	镇江市京口区	高端制造、智慧服务	2012.9	2.5	规划定位
	武汉黄陂区	-	-	-	起步阶段
	嘉善县约定区域	-	2013.4	12	规划定位
其他	青岛市城阳区约定区域	-	2012.01	8	起步阶段
	青岛国际会议中心	-	2012.01	0.8	起步阶段

资料来源：华夏幸福公开资料，中诚信证评整理

表 6：2011~2013 年华夏幸福园区运营情况

单位：亿元

	2011	2012	2013
结算回款（亿元）	36.05	30.16	75.77
新增签约入园企业（个）	86	45	60
新增签约投资额（亿元）	129.78	279	395

资料来源：华夏幸福公开资料，中诚信证评整理

房地产业务

华夏幸福房地产业务包括园区住宅配套项目开发和城市地产开发两大板块，其中园区配套项目开发与园区开发建设形成协同效应，具备较明显的竞争优势。华夏幸福可利用前期园区开发建设的天然优势，加快园区房地产业务的发展，这也使华夏幸福形成较为独特的“园区孵化+地产开发”模式。一方面，利用区域开发带动房地产开发的区域影响力，提升房地产开发区域的投资环境；此外，园区开发建设业务可以部分促进周边房地产市场需求；而房地产业务的开发也为园区内工作人员提供更好配套服务。

园区运营方面，随着公司所开发的园区产业规划、基础设施及配套建设的不断完善，园区内入驻的企业不断增加。而且，公司不断提升招商质量，注重引进规模较大、投资额较高、产业链聚集效应较强的企业。截至 2013 年末，华夏幸福投资运营的园区累计签约入园企业超过 500 家，累计签约投资额超过 900 亿元，入住园区的著名企业包括航天科技、中航工业、京城控股、京东方、萨牌电器、阿尔西制冷、华辰天地（节能玻璃）、菲斯曼（太阳能）、富邦德（石油机械设备）等。得益于此，公司产业发展服务业务收入逐年上升，2011~2013 年分别为 9.53 亿元、15.46 亿元和 23.65 亿元。未来随着公司所开发园区的逐步成熟，公司产业发展服务业务仍有较大幅度的上升空间。

表 7：2011~2014.6 年公司房地产项目开工及竣工情况

	单位：万平方米			
	2011	2012	2013	2014.6
园区内新开工住宅面积	245.17	235	370.09	383.47
城市地产新开工面积	108.70	50	106.41	66.51
园区内竣工住宅面积	72.45	131	214.60	66.70
城市地产竣工面积	5.17	22.7	64.7	4.73

资料来源：华夏幸福公开资料，中诚信证评整理

从项目运营来看，近年来随着园区开发数量的增多，公司园区住宅配套项目开发规模亦保持了较快的发展速度。2011~2013 年，公司开发的园区内住宅配套新开工面积分别为 245.17 万平方米、235 万平方米和 370.09 万平方米；竣工面积分别为 72.45 万平方米、131 万平方米和 214.60 万平方米。销售方面，得益于园区开发规模的不断扩大，以及园区开发与房地产开发业务的协同带动效应，公司近年来在房地产行业景气度波动的背景下，保持了持续向好的销售业绩。2011~2013 年公司房地产签约销售额分别为 128.24 亿元、180.09 亿元和 295.25 亿元。

表 8：2011~2014.6 年华夏幸福房地产板块销售情况

	项目	销售面积 (万平米)	签约销售 额 (亿元)	销售单价 (元 /平米)
2011 年	园区配套住宅	147.7	109.41	7,408
	城市地产	24.35	18.83	7,733
	合计	172.05	128.24	7,570
2012 年	园区配套住宅	222.56	144.91	6,511
	城市地产	51.28	35.18	6,860
	合计	273.84	180.09	6,686
2013 年	园区配套住宅	237.96	236.09	9,921
	城市地产	65.27	59.16	9,064
	合计	303.23	295.25	18,985
2014.1-6	园区配套住宅	209.47	161.25	7,698
	城市地产	35.52	29.15	8,207
	合计	244.99	190.4	7,772

资料来源：华夏幸福公开资料，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2013 年末华夏幸福在建的城市地产和园区住宅配套项目建筑面积合计约 894 万平米；储备开发用地规划建筑面积约 779 万平方米，较大规模的在建及储备项目为其未来经营业绩的保持提供了较好保障的同时，亦给其带来了

一定的资本支出压力。

表 9：华夏幸福房地产在建项目情况

区域名称	项目名称	在建建筑面积 (万平方米)
廊坊片区	幸福城	33
	廊坊孔雀城	42.4
固安片区	永定河孔雀城	27.2
	西部孔雀城	69.9
	固安大卫城	51.3
	固安孔雀英国宫	127.2
	孔雀海	49.1
怀来片区	八达岭孔雀城	65
牛驼片区	温泉孔雀湾	51.4
大厂片区	潮白河孔雀城	74.2
	潮白河大卫城	67.4
	潮白河孔雀英国宫	53
香河片区	大运河孔雀城、英国宫	46.4
江苏大区	镇江孔雀英国宫	26.9
	无锡孔雀城	29.8
沈阳片区	苏家屯孔雀城	12.7
天津片区	凤河孔雀城	19.2
合 计	-	894

资料来源：华夏幸福公开资料，中诚信证评整理

整体来看，经过多年发展，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，形成比较独特的“园区开发运营+房地产开发建设”的产业新城开发模式。依托园区开发业务与房地产项目开发业务的协同作用，华夏幸福近年来业务规模快速扩大，开发区域由大北京区域拓展至沈阳环渤海、环上海地区，并在河北廊坊、张家口市等环北京区域取得了较好的经营业绩。但同时我们也关注到，公司现阶段较大规模的在建及储备面积，对其未来经营业绩的提升提供保障的同时亦给其带来了一定的资本支出压力。

财务分析

以下财务分析基于华夏幸福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 2011~2013 年审计报告以及未经审计的 2014 年 9 月份财务报表。

资本结构

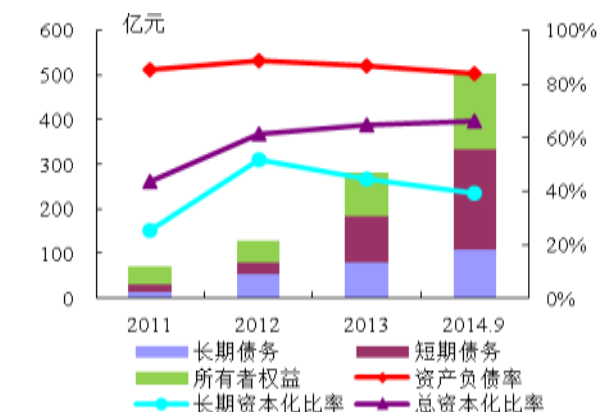
近年来，随着华夏幸福业务规模的快速发展，其资产规模大幅增长。2011~2013 年，公司总资产

分别为 275.80 亿元、431.93 亿元和 740.94 亿元，年均复合增长率为 63.91%。自有资本方面，2011~2013 年华夏幸福所有者权益分别为 40.09 亿元、49.59 亿元和 99.55 亿元，自有资本实力持续增长。同期，公司业务规模的快速扩张过程中对财务杠杆的利用较为依赖，债务规模的快速上升，在建项目预收款项的增多致使其负债水平快速攀升。2011~2013 年，公司总负债分别为 235.71 亿元、382.35 亿元和 641.39 亿元，年均复合增长率为 64.96%。受此影响，公司财务杠杆比率长期处于较高水平，2011~2013 年末资产负债率分别为 85.46%、88.52%、86.56%，扣除预收款项后的实际资产负债率分别为 62.23%、73.82%、74.55%。进入 2014 年以来，华夏幸福资产负债规模进一步增长。2014 年 9 月末，华夏幸福资产总额 1,045.47 亿元，负债总额 875.72 亿元，资产负债率为 83.76%。

从资产构成来看，公司资产主要由存货、在建工程和其他非流动资产构成，2013 年末上述三项合计占总资产的比重达到 77.16%。其中，存货和在建工程主要为公司在建的园区开发建设和房地产开发的投入成本。2013 年末其他非流动资产金额为 17.77 亿元，主要由公司认购的出资人民币 10 亿元认缴嘉兴丰韬股权投资合伙企业股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉兴丰韬”）的财产份额，以及公司认购的信托、专项管理计划产品的劣后级份额构成。

负债方面，公司负债主要由债务和预收款项构成。从债务规模来看，2011~2013 年公司总债务分别为 30.65 亿元、79.01 亿元和 182.97 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.23、0.50 和 1.27，债务期限结构有待优化。预收款项方面，2011~2013 年末公司预收款项余额分别为 169.65 亿元、242.53 亿元和 349.81 亿元，主要为在建项目的预售款项，随在建项目的增多而持续上升，为公司未来 1-2 年内的经营业绩的保持提供了保障。

图 5：2011~2014.9 华夏幸福资本结构分析



资料来源：华夏幸福定期年报，中诚信证评整理

表 10：截至 2013 年 12 月 31 日部分房地产

上市公司资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	资产负债率	剔除预收账款 后资产负债率
万科 A	4,792.05	78.00%	67.43%
保利地产	3,139.40	77.97%	66.56%
招商地产	1,340.40	70.97%	59.68%
金地集团	1,239.26	69.31%	59.39%
首开股份	921.17	83.21%	78.53%
金融街	760.71	67.85%	61.87%
金科股份	623.95	84.09%	77.30%
陆家嘴	385.38	60.59%	58.39%
苏州高新	200.78	79.15%	78.26%
张江高科	182.93	60.16%	59.11%
南京高科	155.62	65.38%	60.56%
华夏幸福	740.93	86.56%	74.55%

注：剔除预收账款后资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

整体来看，近年来业务发展的快速扩张使得华夏幸福债务规模明显上升，杠杆比率处于较高水平，未来随着在建项目资金需求的增长，其负债水平存在进一步上升的可能。

流动性

近年来公司流动资产规模逐年增长，截至 2013 年末，公司流动资产为 540.58 亿元，近三年复合增长率为 61.74%，占资产总额的比重不断上升。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2013 年末两项合计占流动资产的比重达到 92.29%，在同行业中处于合理水平。

表 11：2011~2013 公司流动资产分析

	2011	2012	2013
流动资产/总资产	96.85%	97.06%	93.60%
存货/流动资产	77.36%	77.00%	77.95%
货币资金/流动资产	13.38%	13.25%	14.34%
(存货+货币资金)/流动资产	90.74%	90.25%	92.29%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 12：2013 年末部分房地产上市公司流动资产分析

公司	流动资产/ 总资产	货币资金/ 流动资产	存货/ 流动资产
万科 A	92.25%	10.04%	74.91%
保利地产	96.52%	11.14%	79.18%
招商地产	91.65%	19.73%	63.88%
金地集团	88.79%	16.91%	69.65%
首开股份	91.24%	15.59%	76.12%
金融街	79.26%	16.21%	70.97%
金科股份	91.63%	11.13%	80.46%
陆家嘴	62.32%	13.08%	86.49%
苏州高新	76.91%	11.28%	83.32%
张江高科	45.58%	14.33%	66.31%
南京高科	59.34%	11.06%	71.84%
华夏幸福	93.60%	14.34%	77.95%

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

存货方面，近年来公司在建和储备项目规模的提升，使得公司存货规模持续保持增长。截至 2013 年末，公司存货净额为 540.57 亿元，近三年年均复合增长率为 61.74%，增长主要来自于土地整理和房地产开发业务。从存货的构成来看，2013 年末公司存货中开发成本与完工开发产品合计为 352.42 亿元，较 2011 年末增长 127.41%，占年末存货余额的比重为 65.19%；土地整理成本为 108.83 亿元，较 2011 年末增长 277.48%，占年末存货余额的比重为 13.95%。较大规模的在建和拟建项目是公司持续经营的保障，但同时也对公司后续的开发资金提供了更高要求。

表 13：华夏幸福 2011~2013 年末存货明细情况

单位：亿元

项目	2011	2012	2013
基础设施建设	10.44	22.57	33.64
土地整理	28.83	50.05	108.83
产业服务成本	0.71	0.93	1.16
综合服务	0.32	1.56	2.60
工程施工	11.07	30.31	41.80
开发成本	148.21	206.33	335.75
完工开发产品	6.76	11.04	16.66
其他	0.31	0.01	0.13
合计	206.65	322.80	540.58

资料来源：华夏幸福公开资料，中诚信证评整理

资产周转效率方面，2011~2013 年公司存货周转率分别为 0.29 次、0.28 次和 0.32 次；总资产周转率分别为 0.36 次、0.34 次和 0.36 次，与同行业相比处于中等水平。

表 14：2013 年部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率 (次)	总资产周转 率(次)	货币资金/ 短期债务
万科 A	0.32	0.32	0.94
保利地产	0.29	0.33	1.61
招商地产	0.25	0.27	2.29
金地集团	0.35	0.30	1.57
首开股份	0.16	0.17	1.00
金融街	0.31	0.27	1.33
金科股份	0.30	0.28	0.68
陆家嘴	0.10	0.13	0.70
苏州高新	0.21	0.18	0.23
张江高科	0.19	0.11	0.31
南京高科	0.37	0.22	0.19
华夏幸福	0.32	0.36	0.97

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

现金流方面，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，公司项目开发规模的扩大，使得其经营性现金流处于大幅净流出状态。同期，公司对外投资项目的增多，致使其投资活动产生的现金流持续呈净流出状态，近三年分别为 -7.55 亿元、-26.40 亿元和 -30.76 亿元。综上，近三年公司非筹资性现金流分别为 -5.14 亿元、-24.22 亿元和 -65.5 亿元，公司业务规模的快速扩张，使得其非筹资性现金流持续为净流出状态，且呈扩大趋势。

从货币资金来看，华夏幸福年末手持现金规模

一般保持在流动资产总额的 14% 左右，2011~2013 年末分别为 35.74 亿元、55.56 亿元和 99.44 亿元，占当年末流动资产的比重分别为 13.38%、13.25% 和 14.34%。但受公司债务规模上升的影响，货币资金/短期债务由 2011 年末的 2.11 倍下降至 2013 年末的 0.97 倍。

表 15：2011~2013 年公司部分流动性指标

	2011	2012	2013
货币资金（亿元）	35.74	55.56	99.44
经营活动现金流净额（亿元）	2.41	2.18	-34.74
投资活动现金流净额（亿元）	-7.55	-26.40	-30.76
经营净现金流/短期债务	0.14	0.08	-0.34
货币资金/短期债务	2.11	2.12	0.97

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着项目开发规模的扩大，公司资金需求量较大，非筹资性现金流持续呈净流出状态，且呈扩大趋势。但考虑到公司资产周转速度尚可，而且业务规模扩大带来的待售资源及销售回笼的增多，对其项目的后续开发及债务的偿还形成一定的保障。

盈利能力

华夏幸福近三年主营业务收入增长较快，2013 年度确认收入 210.60 亿元，较 2011 年增长 170.34%。如前所示，公司收入增长主要来自于产业发展服务、园区住宅配套业务和城市地产业务。毛利率方面，公司独特的经营模式及竞争优势保证了其较好的初始盈利能力，但近年来受房地产行业持续调整影响，整个行业的利润水平逐渐回落，而且公司目前结算的园区内房地产项目大多位于河北廊坊、张家口、秦皇岛、承德等三、四线城市，房地产开发业务毛利率持续下降，拉低了公司整体的毛利空间。2011~2013 年其营业毛利率分别为 41.93%、39.65% 和 33.81%。

期间费用方面，华夏幸福期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2011-2013 年华夏幸福的销售费用分别为 5.34 亿元、7.18 亿元和 8.73 亿元，管理费用分别为 5.24 亿元、7.77 亿元和 11.51 亿元，但受益于收入规模的大幅提升，近三年期间费用占营业收入的比重有所下降，分别为 13.57%、12.23% 和 10.16%。

表 16：2011~2013 年华夏幸福期间费用分析

单位：亿元

	2011	2012	2013
销售费用	5.34	7.18	8.73
管理费用	5.24	7.77	11.51
财务费用	-0.02	-0.18	1.15
三费合计	10.57	14.77	21.29
三费收入占比	13.57%	12.23%	10.16%

资料来源：华夏幸福定期报告，中诚信证评整理

利润方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。得益于华夏幸福收入规模的大幅增长，公司利润水平持续提升。2011-2013 年公司净利润分别为 12.79 亿元、18.66 亿元和 26.86 亿元，净资产收益率分别为 31.91%、37.65% 和 26.98%。

表 17：2013 年部分房地产上市公司盈利能力相关指标

公司	营业毛利率	净资产收益率
万科 A	31.47%	17.35%
保利地产	32.16%	17.16%
招商地产	41.52%	14.15%
金地集团	26.91%	11.86%
首开股份	36.78%	9.17%
金融街	37.53%	14.39%
金科股份	26.03%	9.53%
陆家嘴	58.81%	10.30%
苏州高新	24.55%	6.78%
张江高科	42.56%	5.28%
南京高科	26.96%	8.54%
华夏幸福	33.81%	26.89%

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

总体来看，华夏幸福收入规模和利润水平逐年增长，整体资产盈利能力较强，对其债务偿还能够形成一定的支撑。但由于公司所开发的园区内房地产项目大多位于三、四线城市，而且近年来受房地产行业持续调整影响，房地产开发业务毛利率持续下降，从而影响了公司整理的毛利空间。

偿债能力

近年来华夏幸福资本性支出及运营资金需求均增长较快，债务规模亦逐年上升。截至 2013 年末，华夏幸福总债务 182.97 亿元，较 2011 年末增长 496.94%，其中短期债务 102.52 亿元，长期债务 80.45 亿元。2014 年 9 月末，华夏幸福总债务规模进一步增至 334.45 亿元，其中短期债务 225.89 亿

元，长期债务 108.56 亿元，其面临的偿债压力有所加大。

从主要偿债能力指标来看，在收入规模大幅增长及较强盈利能力的带动下，近年来华夏幸福 EBITDA 表现出持续增长态势，2011-2013 年分别为 17.77 亿元、25.93 亿元和 38.19 亿元，但债务规模的快速上升仍使其对债务的覆盖程度有所弱化。2011~2013 年总债务/EBITDA 分别为 1.73 倍、3.05 倍和 4.79 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 9.91 倍、5.16 倍和 2.25 倍，EBITDA 对债务利息可形成覆盖，但覆盖程度亦有所下降。

表 18：2011~2013 年华夏幸福主要偿债能力指标

单位：亿元			
项 目	2011	2012	2013
总债务	30.65	79.01	182.97
EBITDA	17.77	25.93	38.19
总债务/ EBITDA(X)	1.73	3.05	4.79
EBITDA 利息保障倍数 (X)	9.91	5.16	2.25
经营活动净现金流	2.41	2.18	-34.74
经营活动净现金流/ 总债务 (X)	0.08	0.03	-0.19
经营活动净现金流利息保障 倍数 (X)	1.34	0.43	-2.05

资料来源：华夏幸福定期报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至 2014 年 6 月末，华夏幸福对担保余额为 293.15 亿元，均为对子公司的借款提供的担保，无对外担保。

综合来看，华夏幸福在建和拟建的基础设施项目较多，资金需求大，债务规模增长较快。此外，随着其业务向长三角等地区拓展，前期运营模式在新区域的复制是否顺利仍存在较大的不确定性。不过，考虑到华夏幸福独特的经营模式给其带来的协同效益以及园区住宅项目土地资源获取优势，未来随着园区经济效益的逐步体现，公司的收入规模和利润水平有望得到进一步提升，对其债务的偿还形成保障。

重要参与主体—受托人

平安信托作为本信托计划的受托人，于信托计划成立后，按照委托人的意愿和信托计划文件的约定，对信托计划财产进行专业化的管理运用，并按信托合同的约定向受益人支付信托收益。

平安信托前身为成立于 1984 年的中国工商银行珠江三角洲金融信托联合公司。1996 年，经中国人民银行批复同意，中国平安保险（集团）股份有限公司（前称“中国平安保险股份有限公司”）收购了该公司股权，收购完成后更名为平安信托投资公司。2001 年，更名为平安信托投资有限责任公司。2010 年，正式更名为现名。平安信托自成立后，历经多次股权变更及增资，截至 2013 年末，平安信托股东为中国平安保险（集团）股份有限公司、上海市糖业烟酒（集团）有限公司，持股比例分别为 99.88%、0.12%。截至 2013 年 12 月 31 日，平安信托注册资本 69.88 亿元，净资产 171.34 亿元。

平安信托近年来发展速度较快，积累了较丰富的信托计划管理经验。截至 2013 年末，平安信托管理信托资产 2,903.20 亿元，其中集合类信托 1,244.96 亿元，单一类信托 1,620.96 亿元；主动管理型信托 2,585.37 亿元，被动管理型信托 317.82 亿元。2013 年到期项目全部顺利兑付，未发生兑付风险，其中房地产项目全部顺利兑付超 200 亿元。平安信托 2013 年实现营业总收入 175.31 亿元，取得净利润 26.70 亿元。

风险管理方面，平安信托建立了一套相对完善的风险管理体系来识别、计量、监控以及管理各类风险。具体而言，平安信托风险管理体系以风险加权资产计量风险、以核心资本限制公司风险承受能力、以资本充足率控制公司总体风险偏好，确保所承担的风险在公司的承受能力与意愿范围之内。同时，平安信托建立了由信托决策层、风险管理部及投资评估部组成的风险管理架构，各层级协同管理风险。此外，平安信托将信用评级作为控制信用风险的重要措施之一，对信用类业务均要求评估或提供交易对手的信用级别。在已发生的信托业务后续运营期间，为做好事中信用风险管理，对交易对手的信用状况做持续跟踪评价，根据交易对手公布的财务数据和经营状况，评价信用变化状况，并向管理层报送相关报告。

基于平安信托较强的资本实力，丰富的信托计划管理经验以及较为完善的风险管理体系，中诚信证评认为，作为本计划的受托人，平安信托能够提供符合要求的受托管理服务。

结 论

基于上述对融资主体、本信托计划拟投项目、担保方及受托人等因素的分析，在本信托计划合法有效设立的前提下，中诚信证评评定“平安财富·安锦 18 号集合资金信托计划”项下优先级信托受益权的信用等级为 AA⁺。

附一：大厂回族自治县鼎鸿投资开发有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.9
货币资金	23,062.57	20,476.72	1,552.82	46,964.12
应收账款净额	0.00	21,287.19	10,098.82	131,060.97
存货净额	73,145.51	75,044.54	183,962.98	284,711.21
流动资产	242,556.58	361,633.11	534,614.69	893,620.88
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	89.81	201.51	316.00	6,506.93
总资产	242,655.05	361,869.61	534,955.76	900,210.26
短期债务	18,900.00	15,400.00	158,400.00	349,536.00
长期债务	12,000.00	145,000.00	100,100.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	30,900.00	160,400.00	258,500.00	349,536.00
总负债	164,326.67	244,282.21	425,301.73	774,336.68
所有者权益（含少数股东权益）	78,328.38	117,587.39	109,654.03	125,873.58
营业总收入	71,004.24	128,861.91	161,486.16	197,784.08
三费前利润	38,823.23	65,581.41	81,780.58	91,072.66
投资收益	0.00	0.00	128.48	0.00
净利润	25,328.12	39,259.01	52,066.64	41,219.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	33,919.04	52,460.86	69,518.92	-
经营活动产生现金净流量	-32,131.31	-96,470.88	-80,586.04	139,837.52
投资活动产生现金净流量	-21.54	-135.45	47.66	-7.26
筹资活动产生现金净流量	43,456.63	94,020.49	61,614.48	-125,085.36
现金及现金等价物净增加额	11,303.78	-2,585.84	-18,923.91	14,744.91
财务指标	2011	2012	2013	2014.9
营业毛利率（%）	58.20	54.02	53.69	49.80
所有者权益收益率（%）	32.34	33.39	47.48	43.66
EBITDA/营业总收入（%）	47.77	40.71	43.05	-
速动比率（X）	1.11	2.89	1.08	0.80
经营活动净现金/总债务（X）	-1.04	-0.60	-0.31	0.53
经营活动净现金/短期债务（X）	-1.70	-6.26	-0.51	0.53
经营活动净现金/利息支出（X）	-	-	-	-
EBITDA 利息倍数（X）	-	-	-	-
总债务/EBITDA（X）	0.91	3.06	3.72	-
资产负债率（%）	67.72	67.51	79.50	86.02
总债务/总资本（%）	28.29	57.70	70.22	73.52
长期资本化比率（%）	13.28	55.22	47.72	0.00

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、项目公司2011年末长期应付款实为有息债务，故将其调整至长期债务及相关指标计算。

附二：廊坊京御房地产开发有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.9
货币资金	356,876.20	539,195.81	943,237.17	1,391,152.02
应收账款净额	30,551.69	141,101.73	174,428.57	482,414.95
存货净额	2,066,504.15	3,228,021.16	5,390,486.79	6,711,633.85
流动资产	2,670,582.00	4,358,866.50	7,290,566.43	11,135,055.36
长期投资	36,143.71	1,832.42	1,763.99	41,746.22
固定资产合计	29,498.95	102,822.66	229,944.24	255,709.25
总资产	2,757,415.29	4,485,800.68	7,654,921.15	11,613,312.65
短期债务	169,100.00	261,800.00	975,180.05	2,258,850.65
长期债务	92,910.00	472,820.00	730,390.00	1,061,376.25
总债务（短期债务+长期债务）	262,010.00	734,620.00	1,705,570.05	3,320,226.90
总负债	2,460,251.05	4,114,709.64	6,877,162.61	10,124,638.21
所有者权益（含少数股东权益）	297,164.25	371,091.04	777,758.54	1,488,674.44
营业总收入	779,000.68	1,207,694.10	2,105,975.36	1,793,249.74
三费前利润	280,746.61	400,899.36	570,761.52	597,611.82
投资收益	559.55	-111.29	2,469.46	2,966.18
净利润	128,358.26	183,863.88	272,127.49	317,872.44
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	178,073.92	255,948.69	386,710.65	-
经营活动产生现金净流量	25,762.09	176,046.85	-527,495.04	-
投资活动产生现金净流量	-77,626.20	-263,963.60	-195,792.09	-
筹资活动产生现金净流量	133,517.37	245,836.37	1,143,916.50	-
现金及现金等价物净增加额	81,653.27	157,919.61	420,629.36	-
财务指标	2011	2012	2013	2014.9
营业毛利率（%）	41.93	39.65	33.81	39.26
所有者权益收益率（%）	43.19	49.55	34.99	28.47
EBITDA/营业总收入（%）	22.86	21.19	18.36	-
速动比率（X）	0.27	0.32	0.32	0.50
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.24	-0.31	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.67	-0.54	-
经营活动净现金/利息支出（X）	-	-	-	-
EBITDA 利息倍数（X）	-	-	-	-
总债务/EBITDA（X）	1.47	2.87	4.41	-
资产负债率（%）	89.22	91.73	89.84	87.18
总债务/总资本（%）	46.86	66.44	68.68	69.04
长期资本化比率（%）	23.82	56.03	48.43	41.62

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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)	2011	2012	2013	2014.9
货币资金	357,427.99	555,647.94	994,375.56	1,612,954.08
应收账款净额	30,551.69	141,101.73	174,428.57	482,417.87
存货净额	2,066,504.15	3,228,021.16	5,405,775.74	6,717,133.29
流动资产	2,671,151.00	4,192,376.43	6,934,838.04	9,750,694.37
长期投资	36,143.71	1,832.42	1,763.99	106,939.19
固定资产合计	29,498.95	102,854.70	231,670.76	294,280.09
总资产	2,757,984.30	4,319,344.80	7,409,381.09	10,454,686.86
短期债务	169,100.00	261,800.00	1,025,180.05	2,258,850.65
长期债务	137,410.00	528,320.00	804,489.60	1,085,611.97
总债务（短期债务+长期债务）	306,510.00	790,120.00	1,829,669.66	3,344,462.62
总负债	2,357,100.83	3,823,485.43	6,413,857.06	8,757,222.64
所有者权益（含少数股东权益）	400,883.47	495,859.38	995,524.03	1,697,464.22
营业总收入	779,000.68	1,207,694.10	2,105,975.36	1,793,226.89
三费前利润	280,746.61	400,443.36	570,744.63	597,149.06
投资收益	559.55	-111.29	2,482.72	5,576.75
净利润	127,938.34	186,671.92	268,637.61	318,625.95
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	177,654.00	259,302.59	381,934.56	-
经营活动产生现金净流量	24,093.90	21,753.02	-347,442.26	-380,802.23
投资活动产生现金净流量	-75,533.86	-263,995.64	-307,599.38	-266,692.56
筹资活动产生现金净流量	133,517.37	416,077.44	1,110,403.54	1,156,403.79
现金及现金等价物净增加额	82,077.41	173,834.82	455,428.40	509,139.72
财务指标	2011	2012	2013	2014.9
营业毛利率（%）	41.93	39.65	33.81	39.25
所有者权益收益率（%）	31.91	37.65	26.98	25.03
EBITDA/营业总收入（%）	22.81	21.47	18.14	-
速动比率（X）	0.28	0.30	0.28	0.40
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	0.03	-0.19	-0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.08	-0.34	-0.22
经营活动净现金/利息支出（X）	1.34	0.43	-2.05	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.91	5.16	2.25	-
总债务/EBITDA（X）	1.73	3.05	4.79	-
资产负债率（%）	85.46	88.52	86.56	83.76
总债务/总资本（%）	43.33	61.44	64.76	66.33
长期资本化比率（%）	25.53	51.58	44.69	39.01

附四：华夏幸福基业控股股份公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.9
货币资金	372,168.30	571,757.29	1,041,231.73	1,735,941.95
应收账款净额	30,551.69	141,101.73	174,428.57	376,137.87
存货净额	2,066,504.15	3,228,021.16	5,405,775.74	6,776,416.76
流动资产	2,767,512.97	4,517,239.54	7,308,579.79	10,278,595.07
长期投资	88,527.86	85,874.90	85,806.46	165,581.66
固定资产合计	29,993.58	103,258.97	239,723.70	326,768.10
总资产	2,907,225.04	4,729,015.23	7,875,398.64	11,104,594.75
短期债务	169,100.00	261,800.00	1,165,180.05	2,554,406.65
长期债务	143,250.00	862,400.00	1,020,390.00	1,451,376.25
总债务（短期债务+长期债务）	312,350.00	1,124,200.00	2,185,570.05	4,005,782.90
总负债	2,543,214.80	4,315,170.98	7,006,595.05	9,575,114.37
所有者权益（含少数股东权益）	364,010.24	413,844.25	868,803.52	1,529,480.38
营业总收入	779,000.68	1,207,695.13	2,105,975.51	1,686,946.89
三费前利润	280,746.61	400,444.33	570,744.77	549,908.21
投资收益	-634.35	608.09	4,242.42	7,714.25
净利润	116,355.52	133,430.59	200,847.21	263,698.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	167,069.15	233,141.73	348,100.19	-
经营活动产生现金净流量	19,266.64	-214,499.20	-399,356.37	-494,443.75
投资活动产生现金净流量	-133,901.13	-295,468.53	-306,452.69	-310,601.23
筹资活动产生现金净流量	192,652.15	685,171.60	1,171,917.78	1,390,085.69
现金及现金等价物净增加额	78,017.66	175,203.87	466,175.21	585,271.42
财务指标	2011	2012	2013	2014.9
营业毛利率（%）	41.93	39.65	33.81	38.82
所有者权益收益率（%）	31.96	32.24	23.12	22.99
EBITDA/营业总收入（%）	21.45	19.30	16.53	0.00
速动比率（X）	0.31	0.39	0.33	0.44
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	-0.19	-0.18	-0.16
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	-0.82	-0.34	-0.26
经营活动净现金/利息支出（X）	-	-	-	-
EBITDA 利息倍数（X）	-	-	-	-
总债务/EBITDA（X）	1.87	4.82	6.28	-
资产负债率（%）	87.48	91.25	88.97	86.23
总债务/总资本（%）	46.18	73.09	71.56	72.37
长期资本化比率（%）	28.24	67.57	54.01	48.69

附五：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=投资性房地产+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+长期应付款

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-手续费及佣金收入-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）/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/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）

附六：信用等级的符号及定义

信托受益权信用等级设置及其含义

等级符号	含义
AAA	信托受益权的违约风险极低，信托受益权持有人按时足额获得本息偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响
AA	信托受益权的违约风险很低，信托受益权持有人按时足额获得本息偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响
A	信托受益权的违约风险较低，信托受益权持有人按时足额获得本息偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响
BBB	信托受益权的违约风险一般，信托受益权持有人按时足额获得本息偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失
BB	信托受益权的违约风险较高，信托受益权持有人按时足额获得本息偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失
B	信托受益权的违约风险很高，信托受益权持有人按时足额获得本息偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大损失
CCC CC	信托受益权的违约风险极高，信托受益权持有人按时足额获得本息偿付的可能性非常依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性
C	信托受益权的本金部分或全部损失，信托受益权持有人无法获得本息偿付

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。