



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO., LTD

华夏幸福基业股份有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告



评级报告导读

大公的评级目标是揭示债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度在信用风险矩阵中的位置。为了实现这一评级目标，大公对受评主体开展了尽职调查、行业比较、专家论证等工作，并依据《大公信用评级原理》，综合运用数字评级方法和数据测算模型，通过对受评主体偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面发展走势和信用风险的分析预测，形成大公信用评级报告。

报告中，偿债环境是影响受评主体财富创造能力和偿债来源的外部环境；财富创造能力是受评主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是债务人在偿还债务时点上保障再生产正常进行所需流动性后剩余可支配现金，可分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度，通过评估发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力，得到对存量债务偿付能力、新增债务空间以及总债务偿还能力的综合评价。



◆ 评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AAA		评级展望	稳定	
上次评级结果	AAA		评级展望	稳定	
债项信用					
债券简称	额度（亿元）	年限（年）	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 华夏 05	40	7（5+2）	AAA	AAA	2017. 05
16 华夏债	15	7（5+2）	AAA	AAA	2017. 05
16 华夏 02	20	5（3+2）	AAA	AAA	2017. 05

◆ 主要观点

大公将华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”或“公司”）“15 华夏 05”、“16 华夏债”、“16 华夏 02”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。本次评级结果表明：

公司偿债环境整体稳定，但面临一定的不确定性。政府持续推进产业园区建设，预计国内园区开发将得到快速发展；住宅地产多地密集出台限购限贷政策，京津冀地区房地产调控力度加强。

公司核心业务财富创造能力很强。公司产业新城建设业务仍具有很强的区域专营性，园区规模优势明显，受益于公司“园区+地产”的协同效应，公司盈利能力持续增强，盈利水平较好。

公司偿债来源保持充裕。公司融资渠道多元，融资能力和可变现资产变现能力较强，为公司债务偿付提供可靠来源保障。

公司偿债能力极强，较强的资产变现能力为公司清偿性还本付息能力提供保障，稳定的盈利能力对利息形成较强的覆盖。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

1. 公司产业新城建设业务仍具有很强的区域专营性, 园区规模优势明显;
2. 公司经营区域仍以京津冀地区为主并持续扩张长三角等区域及“一带一路”等热点区域, 实现运营模式的跨区域复制;
3. 公司仍具有很强的园区招商能力, 2017 年入园企业数量和签约投资额增长较快;
4. 受益于公司“园区+地产”的协同效应, 2017 年公司签约销售额持续增长, 仍位于全国房地产前列;
5. 随着园区不断拓展, 2017 年, 公司收入和利润继续增长, 盈利水平仍较好。

主要风险/挑战:

1. 房地产行业是我国重要的支柱与民生产业, 近期受部分城市调控政策的影响, 面临结构性调整压力;
2. 随着公司园区拓展数量不断增加, 2017 年以来, 公司经营性净现金流持续为净流出, 公司园区未来投入规模较大, 仍存在一定资金支出压力;
3. 公司少数股东权益占所有者权益比重较高, 未来可能面临一定的股权回购压力。

◆ 展望

随着园区拓展和入园企业的不断增加, 公司收入规模将稳步增长。综合考虑, 大公对未来 1~2 年华夏幸福的信用评级展望为稳定。



主要财务数据与核心指标

(单位: 人民币亿元、%)

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	3,756.26	3,758.65	2,499.03	1,686.23
所有者权益	701.63	710.33	380.32	256.30
总有息债务	1,186.02	1,190.10	722.11	501.39
营业收入	94.85	596.35	538.21	383.35
净利润	22.77	88.07	61.68	49.87
经营性净现金流	-96.03	-162.28	77.63	74.50
毛利率	59.98	47.93	33.03	34.52
总资产报酬率	1.00	3.73	3.90	4.23
债务资本比率	62.83	62.62	65.50	66.17
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	-	2.69	2.17	2.08
经营性净现金流/总负债	-3.15	-6.28	4.38	6.22

注: 公司提供了 2017 年及 2018 年 1~3 月财务报表。中兴财光华会计事务所 (特殊普通合伙) 对公司 2017 年财务报表进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 孙 瑞
联系电话: +86-10-51087768
传真: +86-10-84583355
地址: 中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

评级小组成员: 马映雪 张杜杜
客服电话: + 86-4008-84-4008
Email: dagongratings@dagongcredit.com



大公国际资信评估有限公司

二〇一八年五月三十日



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。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

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、准确性、完整性和及时性不作任何明示、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、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期内，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。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



跟踪评级说明

根据大公承做的华夏幸福基业股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排,大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析,并结合公司外部经营环境变化等因素,得出跟踪评级结论。

基本经营

(一) 主体概况

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,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 2018 年 3 月末,公司注册资本为 29.55 亿元。

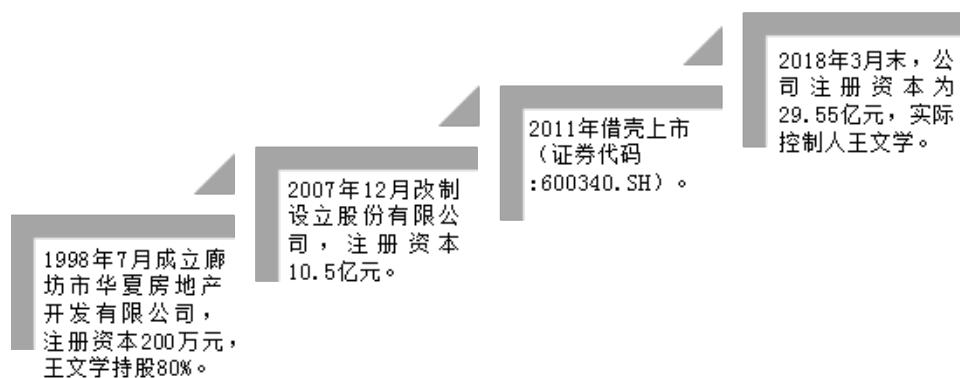


图1 公司历史沿革

数据来源:根据公司提供资料整理

(二) 盈利模式

公司主要从事产业新城开发建设和地产开发业务。产业新城开发建设包含土地整理投资、产业发展服务和园区住宅配套等。截至 2017 年末,公司已签订近 60 余个园区委托开发协议。根据克而瑞研究中心发布的《2017 年中国房地产企业销售 TOP200》,公司 2017 年实现签约销售额 1,538 亿元,实现签约销售面积 998 万平方米,均位列第 9 位。



（三）股权链

截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 29.55 亿元， 华夏幸福基业控股股份有限公司（以下简称“华夏控股”）持有公司 61.67%的股权，北京东方银联投资管理有限公司（以下简称“东方银联”）和廊坊幸福基业投资公司（以下简称“廊坊幸福”）分别对华夏控股持有 55.00%和 26.50%的股权，同时王文学分别持有东方银联和廊坊幸福 80.00%和 100%的股权，因此公司实际控制人仍为王文学。截至 2018 年 5 月 25 日，公司控股股东华夏控股累计质押华夏幸福股份合计 12.19 亿股，占其持有公司股份的 66.86%，占公司总股本的 41.24%。

2017 年以来，公司法人治理结构较 2016 年并未发生较大变化，管理仍较为规范。

（四）信用链

截至 2018 年 3 月末，公司债务来源主要包括预收账款、应付账款、应付债券和长期借款等，总有息债务 1,186.02 亿元，占总负债的比重比例为 38.83%，其中短期有息债务 380 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司银行授信共计 3,175 亿元，未使用额度有 2,758.23 亿元。

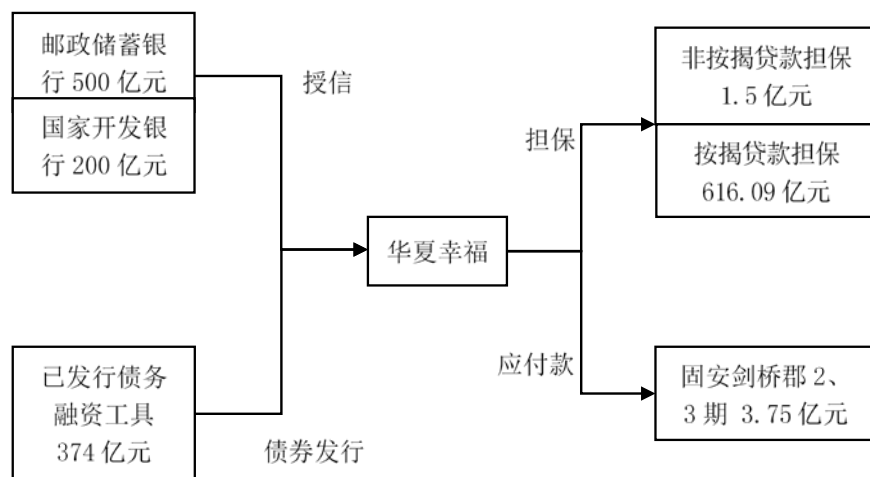


图 2 截至 2017 年末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2018 年 3 月 30 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司及子公司在债券市场公开发行的债券到期本息均已按时兑付。



（五）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 华夏 05	40	2015. 10. 22~ 2022. 10. 22	20 亿偿还金融机构借款， 其他补充公司流动资金	已按募集资金要求使用
16 华夏债	15	2016. 01. 20~ 2023. 01. 20	5 亿偿还金融机构借款， 其他补充公司流动资金	已按募集资金要求使用
16 华夏 02	20	2016. 03. 03~ 2021. 03. 03	全部补充公司流动资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

公司偿债环境整体稳定，政府持续推进产业园区建设，预计国内园区开发将得到快速发展；多地密集出台限购限贷政策，京津冀地区房地产调控力度加强，预计京津冀地区房地产行业投资及销售热度将有所回落。

偿债环境指数

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）宏观与政策环境

中国结构性改革不断推进，充足的政策空间有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的政治环境。

中国对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。

良好的国家政策环境将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。总体来看，政府政策空间依然充足，其极强的政策执行力和统



筹能力将为中国推进结构性改革、实现经济换代升级提供有力政治保障和现实依据，从而为企业发展营造良好的宏观政策环境。

（二）产业环境

产业园区开发对于促进地方区域经济发展与区域建设具有积极作用，在政策、经济发展需要的持续推动下，国内园区开发将快速发展。

产业园区开发具有投资规模较大、业务周期较长等特征，对企业综合实力要求较高。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。

2016 年中央政府和各地方政府均加大了采用 PPP 模式进行公共基础设施领域开发的推进力度，同时政府也把 PPP 模式作为促进经济增长、拉动民间投资的重要政策工作。2017 年 1 月，国务院办公厅印发《关于促进开发区改革和创新发展的若干意见》（以下简称“《意见》”），对推广 PPP 模式意义重大，不仅有利于提高公共服务的供给质量、效率，保障和改善民生，有利于打破行业准入限制，激发经济活力和创造力，还有利于政企分开、政事分开，加快政府职能转变，更有利于完善财政投入和管理方式，提高财政资金的使用效益。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、经济发展需要的持续推动下，国内园区开发将快速发展。

多地密集出台限购限贷政策，维稳倾向明显，房地产市场发展不确定性增加。

作为投资的重要组成部分，稳定房地产投资成为对冲宏观经济下行压力的有力手段，房地产调控政策思路也因此出现重大调整。2016 年 3 月，政府工作报告提出完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存。



从政策基调来看,以去库存为主旋律,稳定市场和房价倾向明显。2016年9月至10月初,全国二十余城市先后发布新一轮楼市调控政策,多地重启限购限贷,此轮调控具有限购范围大、首付比例大幅提升、购房者门槛显著提高的特点。维稳倾向明显,房地产市场发展不确定性增加。2017年10月,党的十九大报告中指出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。房地产政策由需求端的限制,向注重供应端的制度性保障和需求的引导等方面转变。受房地产市场销量及价格不断攀升、土拍市场过热影响,从政策方向看,除通过从消费端限贷限购限售来遏制投机外,政策调控还从消费端限售、增加土地供应、货币金融政策等各方面同时展开。目前房地产行业调控压力依然较大,调控方向从行政手段逐渐转变为长效的经济手段,市场化和去行政化理念将进一步得到贯彻。

（三）区域环境

京津冀地区经济实力保持在全国前列,产业结构的持续优化为区域内企业发展奠定了良好基础;但随着2017年3月以来京津冀地区房地产调控力度的加强,预计京津冀地区房地产行业投资及销售热度将有所回落。

受益于京津冀协同发展加速落地的政策利好,华夏幸福在京津冀地区已累计投资运营超20个区域以上(产业新城模式),具有较强的品牌影响力。其中最具代表性的是河北省廊坊市固安产业新城,于2006年在固安县开始建设产业新城,为固安县的经济发展提供了良好的基础,固安县在中国社会科学院发布的国内首份《中国县域经济发展报告(2015)》中位列“中国县域经济创新力50强”第3,同时在“全国县域经济发展潜力百强县”排名第10,并成功跻身“全国县域经济竞争力百强县”。

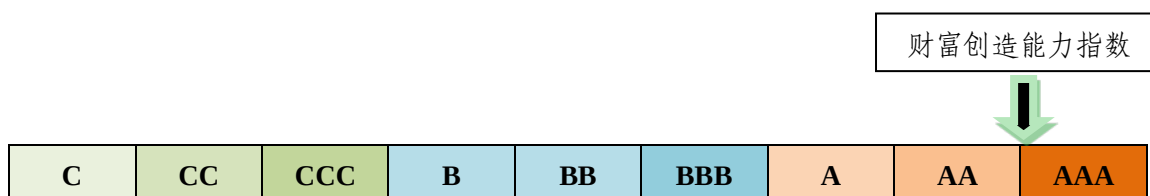
同时,自2017年3月以来,京津冀地区房地产调控力度加大,2017年3月17日,北京市住建委、北京市规划国土委等监管部门联合发布《关于完善商品房销售和差别化信贷政策的通知》。2017年3月21日,廊坊发布限购新政,限购区域包括廊坊市主城区(广阳区、安次区、廊坊开发区)、三河市、大厂回族自治县、香河县、固安县



和永清县六地。截至目前，环京津周边区域中保定、石家庄、崇礼、涞水、涿州、廊坊、三河、固安、大厂、永清、香河、怀来 12 地均已开启限购措施。整体来看，随着京津冀地区房地产调控压力的增大，预计未来京津冀地区房地产行业投资及销售热度将有所回落。

财富创造能力

公司财富创造能力很强。公司产业新城具有很强的区域专营性，并实现运营模式的跨区域复制，产业招商能力很强，受益于“园区+地产”协同效应，房地产签约销售额继续增长，公司盈利能力持续增强，盈利水平较好。



（一）市场需求

市场回暖使得库存压力得到一定释放，但市场分化日益明显，三线及以下城市库存问题仍然突出。

2015 年 4 月以来，新政策使得销售规模出现明显回升，房地产市场供需两端的调整使得库存压力得到了一定释放，基本实现动态平衡，待售商品房面积环比增速均低于 1%。但由于前期基数较大，且三线及以下城市去库存较为困难，国内商品房库存仍处于高位。

从城市分类来看，2016 年 4 月以来，一方面一线及热点二线城市因城施策，出台收紧政策，另一方面部分压力较大的城市仍继续出台上调公积金贷款额度，提供购房补贴等刺激政策，因此一线城市房价再次进入调整，二线城市价格增速有所放缓。三线及以下城市价格则呈现小幅的波动，房地产利好政策对三线及以下城市刺激有效性一般，区域仍面临较大的去库存压力。2016 年 10 月以来，一、二线等热点城市调控政策不断收紧，限购限贷力度及各项监管措施陆续出台，房价走势明显放缓，三线城市房价较为稳定。根据易居研究院数据，2016 年 12 月，一、二、三线 35 个城市新建商品住宅存销比分别为 7.2 个月、8.6 个月和 12.4 个月，环比数据显示一二线城市去化速



度略有加快，三线城市存销比回落的速度明显加快，与 2016 年房地产市场交易持续向好的态势有关。2017 年 8 月，三线城市调控政策陆续出台后，价格同比随之开始下滑。

因此，本轮房地产市场的回暖主要源自于一、二线城市的拉动，区域房地产市场分化更为显著；一、二线城市市场逐步向好，而三线及以下城市的高库存问题仍然较为严峻。

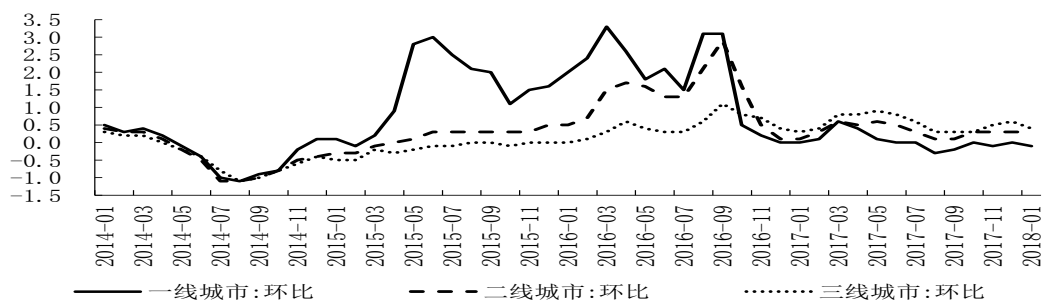


图3 2014年1月至2018年1月我国70个大中城市新建住宅价格指数环比情况(单位:%)

数据来源: Wind

(二) 产品和服务竞争力

公司产业新城建设业务仍具有很强的区域专营性，园区规模优势明显；2017 年，公司受托园区仍发展良好，签约入园企业和投资金额增长较快；同时公司地产业务主要集中在环北京区域，受京津冀地区房地产调控力度的影响，存在一定区域集中风险。

1、产业新城建设业务

公司产业新城建设业务仍具有很强的区域专营性，园区规模优势明显；公司经营区域仍以京津冀地区为主并持续扩张长三角等区域及“一带一路”热点区域，实现运营模式的跨区域复制。

产业新城建设业务仍是公司为特定县域提供的综合开发业务，截至 2017 年末，公司受托开发区共计 69 个园区，其中较为成熟正在运营的园区为 13 个，正处于建设起步的园区为 19 个，其余为正处于规划定位阶段的园区。2017 年，公司经营区域仍以京津冀地区为主并持续拓展长三角等区域及“一带一路”等热点区域。2017 年，公司新增签署产业新城和产业小镇 PPP 项目协议共计 21 个，已实现运营模式的跨区域复制，可复制能力较强。此外，从海外区域建设来看，截至 2017 年末，公司正处于投资建设的海外区域共计 2 个，但海外



项目易受当局政策及税收变动影响，将面临一定海外政策风险和市场风险。

2、土地整理投资

土地整理投资业务仍是园区开发的重要组成部分，随着公司园区拓展数量的增长，未来公司土地整理投资业务将保持较大规模。

公司土地整理业务作为园区开发的重要组成部分，随着公司园区拓展数量的增长，未来公司土地整理投资业务将继续保持较大规模，毛利率整体相对稳定。2017 年，公司一级土地整理面积为 562.41 万平方米，同比增长 50.16%；一级土地整理房屋规划面积为 988.27 亿元，同比下降 11.43%。2017 年，公司土地整理投资收入为 47.91 亿元，同比下降 7.24%。

3、产业发展服务

2017 年，公司受托园区仍发展良好，签约入园企业和投资金额增长较快。

产业发展服务仍是公司园区开发建设业务的重要组成部分，受益于较强的招商引资能力和园区投资建设能力，公司产业园区签约入园企业和投资金额均增长较快，2017 年，公司投资运营的园区新增签约入园企业为 635 家，同比增加 372 家，新增签约投资额为 1,650.60 亿元，同比增加 1,064.90 亿元。2017 年，公司投资运营的产业园区实现产业发展服务收入为 230.86 亿元，同比增加 121.14 亿元，随着公司产业服务陆续进入结算期，其收入规模将进一步提升。

4、房地产开发业务

受益于公司“园区+地产”的协同效应，2017 年，公司签约销售额持续增长，仍位于全国房地产企业前列；但同时公司地产业务主要集中在环北京区域，受京津冀地区房地产调控力度的影响，存在一定区域集中风险。

经过多年发展，公司在开发建设产业新城的同时，亦开展园区配套住宅及城市地产开发业务。2017 年，公司战略调整，地产业务以围绕主营业务产业新城建设为主，重点发展园区内配套地产，未来将



不再主动开发产业新城以外的地产开发业务，将城市地产业务与园区住宅配套业务合并，统一为地产开发业务，在房地产管理上由华夏幸福孔雀城住宅集团统一管理。

表 2 2015~2017 年公司地产业务主要运营数据（单位：万平方米、亿元）

项目	2017 年	2016 年		2015 年	
	房地产开发	园区地产	城市地产	园区地产	城市地产
签约销售面积	951.18	723.65	240.76	642.53	128.41
签约销售金额	1,200.51	711.80	281.84	495.37	120.72
签约金额行业排名 ¹	9	8		10	
平均销售价格（元/平方米）	12,621	9,836	11,706	7,710	9,401
期末储备建筑面积	988.27	1,115.71		660.70	

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，公司房地产签约销售额为 1,200.51 亿元，同比增长 20.82%。但公司地方开发主要集中在环北京区域，存在一定区域集中风险，若环北京区域房地产政策持续收紧，将对公司未来的盈利水平带来一定影响。从土地储备来看，截至 2017 年末，公司期末储备建筑面积为 988.27 万平方米，公司的土地储备与销售规模不匹配，主要源于公司独特的地产经营模式，公司独特的拿地模式不仅为经营业绩的提升形成良好的支撑并且有效避免土地减值的风险。

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，促进地产开发业务持续发展；受益于公司独特的地产经营模式，公司在受托园区获得土地资源上具备明显的优势；但同时公司地产业务主要集中在环北京区域，受京津冀地区房地产调控力度的影响，存在一定区域集中风险。

（三）盈利能力

公司主要从事产业新城建设和地产开发业务，落地投资额持续增长，产业发展服务成本低，收入和毛利润增长较快。

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、物业管理服务等，2017 年受公司战略调整，将园区住宅配套业务和

¹ 数据来源：克而瑞研究中心 2015~2017 年发布的《中国房地产企业销售 TOP100》。



城市地产合并，统一为地产开发。

表 3 2015~2017 年公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目		2017 年		2016 年		2015 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入		596.35	100.00	538.21	100.00	383.35	100.00
产业 新城 建设	园区住宅配套	-	-	266.88	49.59	203.07	52.97
	产业发展服务	230.86	38.71	109.72	20.39	63.43	16.55
	土地整理投资	47.91	8.03	51.65	9.60	30.09	7.85
	基础设施建设	1.62	0.27	7.47	1.39	0.38	0.10
	物业管理服务	4.62	0.77	2.84	0.53	1.16	0.30
	综合服务	4.17	0.70	4.07	0.76	3.84	1.00
城市地产		-	-	86.87	16.14	76.61	19.99
地产开发		289.31	48.51	-	-	-	-
其他		17.86	3.00	8.72	1.62	4.76	1.24
毛利润		285.84	100.00	177.75	100.00	132.31	100.00
产业 新城 建设	园区住宅配套	-	-	54.97	30.92	61.85	46.74
	产业发展服务	212.97	74.51	105.06	59.11	60.27	45.55
	土地整理投资	6.23	2.18	8.22	4.62	3.86	2.92
	基础设施建设	0.20	0.07	1.02	0.58	0.15	0.12
	物业管理服务	0.66	0.23	0.40	0.23	0.17	0.13
	综合服务	2.77	0.97	2.27	1.28	1.45	1.10
城市地产		-	-	7.08	3.98	6.99	5.28
地产开发		64.43	22.54	-	-	-	-
其他		-1.42	-0.50	-1.27	-0.71	-2.43	-1.84
毛利率		47.93		33.03		34.52	
产业 新城 建设	园区住宅配套	-		20.60		30.46	
	产业发展服务	92.25		95.75		95.01	
	土地整理投资	13.00		15.91		12.83	
	基础设施建设	12.45		13.71		40.79	
	物业管理服务	14.25		14.10		14.94	
	综合服务	66.35		55.80		37.87	
城市地产		-		8.15		9.12	
地产开发		22.27		-		-	
其他		-7.94		-1.46		-51.08	

数据来源：根据公司提供资料整理

从业务构成来看，2017 年，随着入园企业逐步增多，落地投资额的持续增长，产业发展服务业务收入和毛利润增长较快，2017 年，产业发展服务收入和毛利润分别同比大幅增加 121.14 亿元和 107.91 亿元，毛利率仍保持在 90%以上，主要是产业发展服务成本仅为招商引资所发生的产业定位、产业规划、城市规划及投资服务等费用，成



本较低；2017 年土地整理投资分别同比下降 7.24%和 24.21%，毛利率为 13.00%，同比下降 2.91 个百分点；其余业务主要为配套业务，占收入和毛利润比重较小。

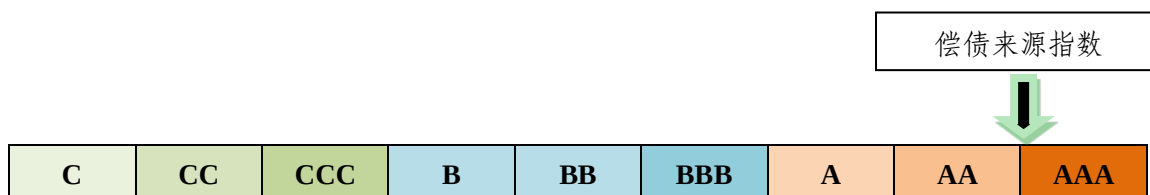
2017 年房地产开发收入为 289.31 亿元，同比下降 18.22%，主要为受京津冀房地产政策限购的影响，结算规模有所减少；毛利润为 64.43 亿元，同比略有上升；毛利率为 22.27%。

随着业务规模的扩大，公司收入和毛利润规模增长较快，2017 年公司实现营业收入 596.35 亿元，同比增长 10.80%，产业新城建设业务和房地产开发是公司收入的主要来源，分别占公司收入的比重为 48.49%和 48.51%，其中产业新城建设业务占营业收入的比重同比下降 33.75 个百分点，主要为 2017 年公司将园区住宅配套业务并入房地产开发业务，使得产业发展服务收入占比相应下降；产业新城建设业务仍为公司的利润主要来源，占毛利润的比重为 77.96%；同期，公司毛利率为 47.93%，同比增加 14.90 个百分点。

随着产业园区业务规模的快速增长、产业发展服务的结算及地产项目的逐步结转，大公测算公司盈利能力在 2018 年将有所提升。

偿债来源

公司可变现资产变现能力较强，清偿性偿债来源充足，安全度较高；公司债务收入渠道较为通畅，为公司经营建设提供了良好的资金保障；但经营性净现金流持续为净流出，且随着公司业务规模扩大，签约园区的增加，未来资金支出压力较大。



（一）盈利

2017 年公司净资产收益率和总资产报酬率仍处于较好水平，盈利能力很强。

2017 年公司业务规模不断扩大，营业收入有所提升，盈利能力仍保持较高水平。营业利润、利润总额及净利润分别为 128.78 亿元、



127.99 亿元和 88.07 亿元,分别同比增长 45.97%、42.60%和 42.78%;归属于母公司所有者的净利润为 87.81 亿元,同比增长 35.26%。资产减值损失为 8.32 亿元,同比增加 6.56 亿元,主要为本期存货计提减值损失增加较多所致;投资收益为 7.35 亿元,同比增加 3.20 亿元,主要为公司对外委托贷款取得的收益增加;同期,净资产收益率和总资产报酬率分别为 12.40%和 3.73%,仍处于较好水平,盈利能力很强。

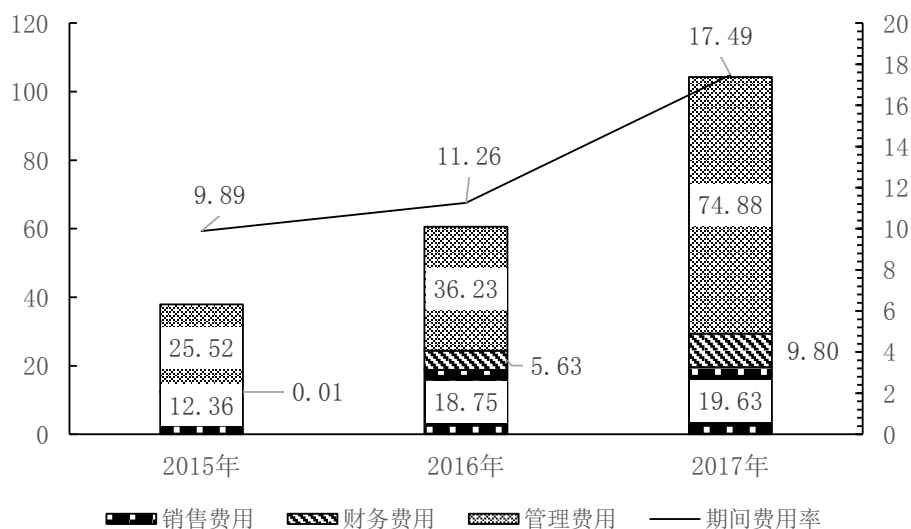


图 4 2015~2017 年公司期间费用及占营业收入比重情况

2018 年 1~3 月,公司营业收入为 94.85 亿元,同比增长 21.48%;毛利率为 59.98%,同比下降 2.84 个百分点。公司期间费用率为 24.33%,同比增加 0.86 个百分点;投资性收益为 1.99 亿元,同比增加 0.25 亿元;利润总额及净利润分别为 33.93 亿元和 22.77 亿元,分别同比增长 23.38%和 29.38%;净资产收益率和总资产报酬率分别为 3.24%和 1.00%。

(二) 自由现金流

2017 年以来受公司业务扩张,新增开发园区支出增加的影响,经营性净现金流持续为净流出,对债务及利息的保障程度下降较大。

2017 年,公司经营性净现金流由净流入转为净流出,为-162.28 亿元,主要为公司业务扩张,公司新增开发园区支出增加,前期开发投入增加导致现金流支出较大;2018 年 1~3 月,公司经营性净现金流为-96.03 亿元,净流出同比增加 71.88 亿元,主要为受京津冀地



区房地产限购政策的影响，本期地产回款较少所致；同期，受公司新增开发区域资金支出增加较大的影响，2017 年及 2018 年 1~3 月公司经营性净现金流对债务及利息保障能力下降较大。

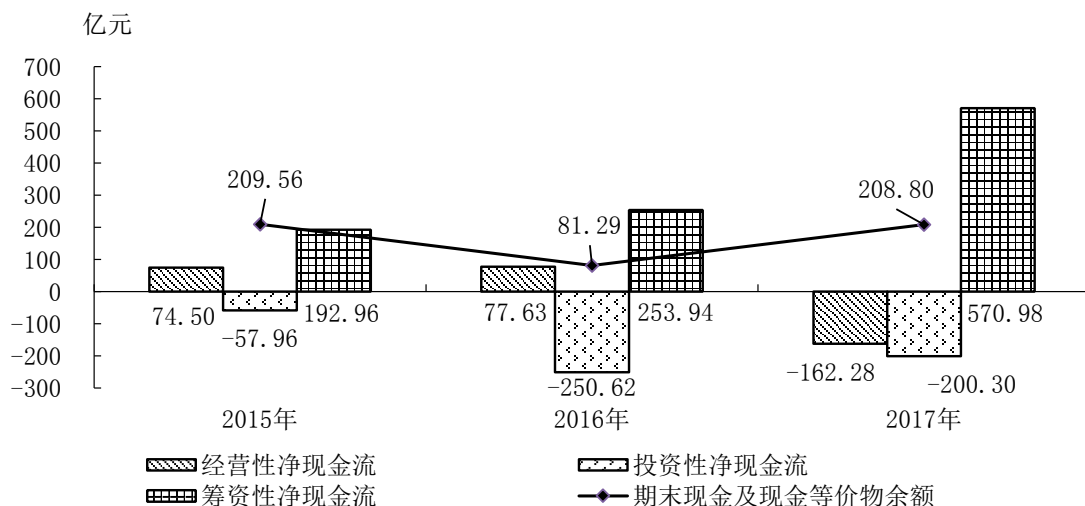


图 5 2015~2017 年现金流和期末现金及现金等价物余额情况

2017 年，投资性净现金流持续为净流出，但收并购业务支出的减少使得净流出同比有所下降。2018 年，随着公司股权收购业务的减少，支付保证金形成的投资性现金流支出有所下降。

综合来看，受公司新增开发区域资金支出增加较大的影响，2017 年公司经营性净现金流对债务及利息保障能力下降较大。同时，随着公司业务规模扩大，签约园区的增加，未来资金支出压力较大，仍将保持较大投融资需求，存在一定资金支出压力。

(三) 债务收入

2017 年，公司筹资性净现金流持续为净流入；公司与多家银行之间保持良好的合作关系，债务融资渠道通畅，多元化的融资渠道为公司经营建设提供了良好的资金保障。

2017 年，筹资性净现金流持续为净流入，为 570.98 亿元，净流入同比增加 317.05 亿元，主要为公司吸收少数股东投资及发行债券所致。2018 年 1~3 月，筹资性净现金流为-68.34 亿元，同比由净流入转为净流出，主要为偿还一年内到期的有息负债及回购少数股东权益增加。

从筹资性现金流入来源来看，公司融资渠道畅通，间接融资渠道



主要包括银行、信托及基金借款等，直接融资渠道主要包括发行债券和股权融资，多元化的融资渠道为公司经营建设提供了良好的资金保障。截至 2018 年 3 月末，公司银行授信共计 3,175 亿元，未使用额度有 2,758.23 亿元。综合来看，公司债务融资渠道较为多元化且授信额度充足。

（四）外部支持

公司为上市公司能够通过增发等方式获得外部支持；其他外部支持主要为政府补助，在偿债来源构成中占比很小。

公司为上市公司，资本市场融资渠道较通畅，可通过增发等方式获得外部支持。此外，公司获得的外部支持主要是政府补助，2017 年及 2018 年 1~3 月，公司获得的政府补助分别为 609.78 万元和 0.12 亿元，在经常性收入类的偿债来源中占比极小。

综上所述，2017 年以来，公司债务收入较为渠道通畅，多元化的融资渠道为公司经营建设提供了良好的资金保障；公司清偿性偿债来源为可变现资产，公司可变现资产以货币资金、存货及应收账款为主，变现能力较强，公司资产整体上有较强的变现能力，且在可对公司整体负债偿还形成有力保障。整体来看，公司偿债来源较为充足，安全度较高。但经营性净现金流持续为净流出且流出规模较大，对债务及利息的保障程度下降较大，同时随着公司业务规模扩大，签约园区的增加，未来资金支出压力较大，仍将保持较大投融资需求，存在一定资金支出压力。

（五）可变现资产

2017 年以来，公司资产规模波动性增长，仍以流动资产为主；2017 年公司应收账款增幅较大，且不计提坏账准备的应收账款占比极高，存在一定应收账款回收风险。

2017 年末，随着园区开发及地产业务投入的不断扩大，公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主。2018 年 3 月末，公司总资产为 3,756.26 亿元，较 2017 年末略有下降。

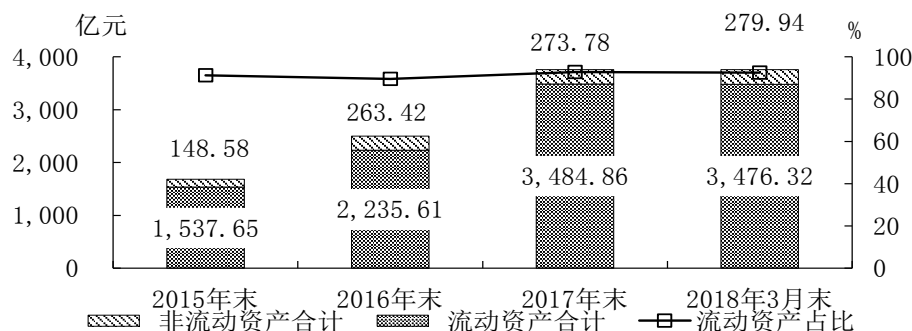


图6 2015~2017年末及2018年3月末公司资产结构

公司流动资产仍主要由存货、货币资金和应收账款构成。受园区土地整理、基础设施建设、工程施工及开发成本²的增加的影响，存货规模增长较快，2017年末，存货为2,297.94亿元，同比增长55.96%，其中开发成本、完工开发产品及土地整理分别占存货账面价值的比重为57.10%、2.79%和26.56%；已计提存货跌价4.34亿元，主要为对开发成本和完工开发产品的存货跌价计提，分别为3.41亿元和0.93亿元；货币资金为681.05亿元，同比增长49.67%，货币资金占总资产比重为18.12%；应收账款为189.10亿元，同比增长99.04%，受公司业务扩张影响，应收政府园区结算款大幅增长；其中公司不计提坏账准备的应收账款为185.33亿元，同比大幅增加92.99亿元，均为应收政府结算款；账龄在1年以内的政府结算款为98%以上；不计提坏账准备的应收账款占总应收账款的比重为98.00%，占比极高，若政府未按约定进行结算，公司存在一定应收账款回收风险。同期，应收账款共计坏账准备1.02亿元，同比增加0.65亿元；前五大应收账款为156.35亿元，占应收账款总额的比例为82.24%。

截至2018年3月末，货币资金为480.03亿元，较2017年末下降29.52%；应收账款为243.18亿元，较2017年末增长28.60%，主要为应收政府园区结算款的增加；应收账款共计坏账准备1.02亿元；流动资产其余各主要科目较2017年末变化不大。

² 存货中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。

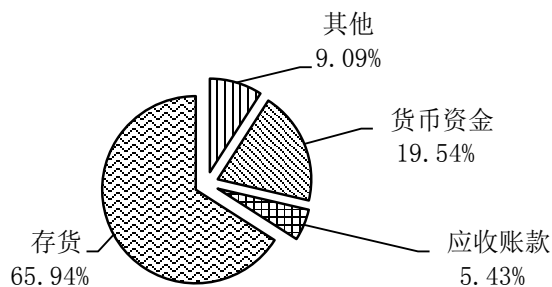


图 7 2017 年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要由无形资产、在建工程、长期股权投资、投资性房地产及其他非流动资产构成。

2017 年末，无形资产为 51.93 亿元，同比下降 15.42%，主要为土地使用目的发生改变，部分土地使用权转入存货所致；在建工程为 42.67 亿元，同比增长 27.81%，主要为未达到结算条件的工程增多，在建工程相应增加；长期股权投资为 40.38 亿元，同比增加 28.56 亿元，主要为本期合营及联营企业增加所致；投资性房地产为 28.74 亿元，同比增加 15.01 亿元，主要为部分项目完工转入所致；其他非流动资产为 28.74 亿元，同比减少 63.68%，主要为部分委托贷款及资产管理计划于本期重新分类至一年内到期的非流动资产所致。2018 年 3 月末，公司非流动资产其余各主要科目较 2017 年末均变化不大。

受限资产方面，截至 2017 年末³，公司受限资产共计 145.57 亿元，占总资产比重为 3.87%，占净资产比重为 20.49%，其中，货币资金 39.00 亿元、存货 104.59 亿元、固定资产 0.91 亿元、无形资产 1.07 亿元。

综合来看，公司货币资金规模较为充足，可变现资产以货币资金、存货和应收账款为主，其中存货主要房地产开发成本，变现能力较强；应收账款主要为应收政府园区结算款，变现能力较强。预计未来 1~2 年，公司可变现资产结构变化不大，其对短期有息债务的保障能力将保持稳定。

³ 公司未提供 2018 年 3 月末受限资产情况。



偿债能力

2017 年以来，随着园区拓展数量的不断增加，公司有息债务规模和负债规模持续扩大，仍以流动负债为主；公司少数股东权益占所有者权益比重仍较高，未来可能面临一定的股权回购压力；同时公司偿债来源较为充足，能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障。

偿债能力指数

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）存量债务分析

2017 年以来，公司负债规模持续扩大，仍以流动负债为主；公司少数股东权益占所有者权益比重仍较高，主要为金融机构对公司子公司的增资，未来可能面临一定的股权回购压力。

随着园区拓展对资金需求的增长，公司负债规模持续增长，仍以流动负债为主。截至 2018 年 3 月末，公司总负债为 3,054.63 亿元，同比略有增长，流动负债占总负债的比重为 73.59%。

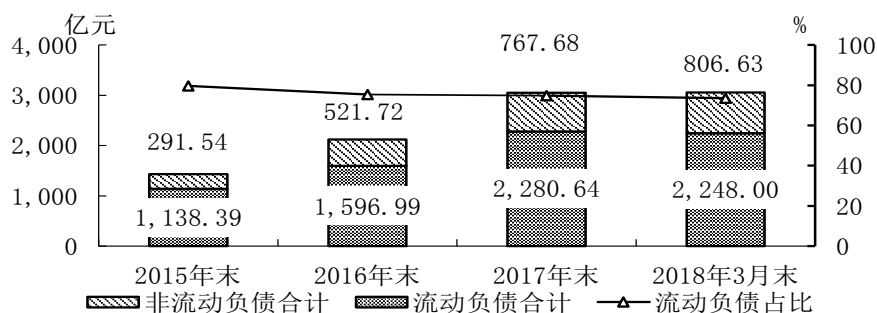


图 8 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司负债结构

公司流动负债主要由预收款项、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他应付款构成。2017 年末，公司预收款项为 1,324.76 亿元，同比增长 29.18%；应付账款为 254.22 亿元，同比增长 24.46%，主要为应付工程款的增长；一年内到期的非流动负债为 194.25 亿元，同比增长 12.80%，主要为一年内到期的应付债券、一年内到期的长期应付款及 1 年内到期的待转销项税增加所致；其他应付款为 166.34 亿元，同比增长 57.59%，主要为其他暂收款及保证金的增加。

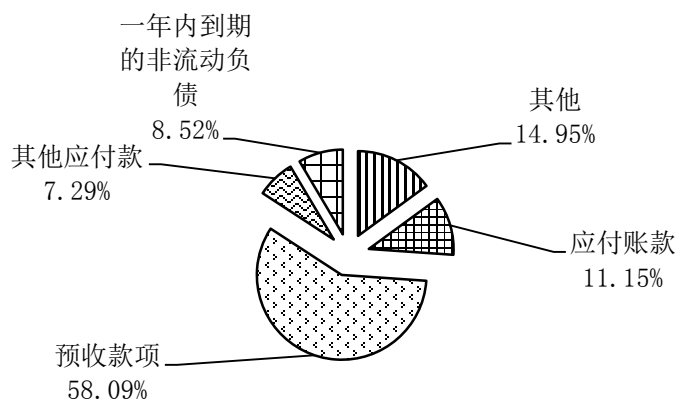


图9 2017年末公司流动负债构成情况

截至2018年3月末，应付账款为170.14亿元，较2017年末下降33.07%，主要为工程结算款付款所致；公司流动负债其余各主要科目较2017年末变化不大。

公司非流动负债主要由应付债券和长期借款构成。2017年末，公司应付债券为389.67亿元，同比增长24.33%，主要为公司发行多期债券工具所致；长期借款为370.74亿元，同比增长82.71%。2018年3月末，公司非流动负债其余各主要科目较2017年末变化不大。

从有息债务规模上来看，由于园区拓展对外部资金较为依赖，2017年以来，公司有息债务规模呈波动性增长。截至2017年末，公司总有息债务为1,190.10亿元，较2017年末增长64.81%，主要为长期借款和应付债券的增加；总有息债务占总负债的比重为39.04%，期限结构以长期有息债务为主，长期有息债务占总总有息债务的比重为64.46%。2018年3月末，总有息债务为1,186.02亿元，较2017年末略有下降，总有息债务占总负债的比重为38.83%。

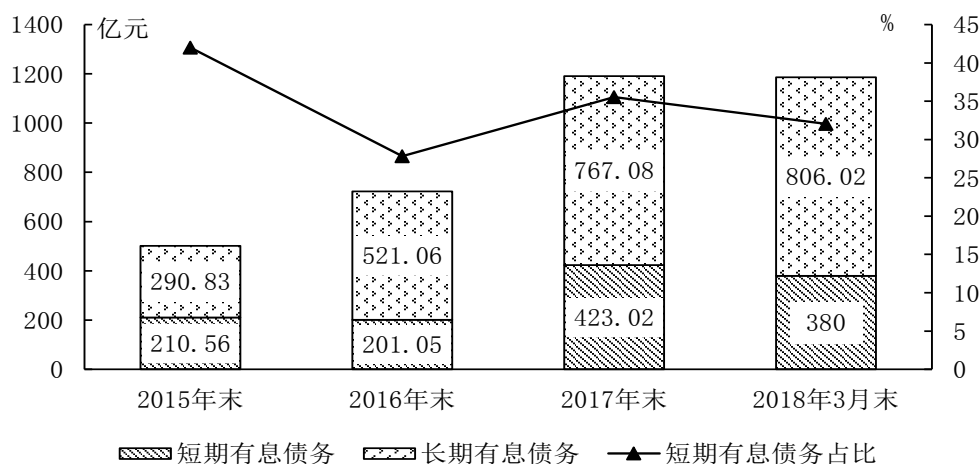


图 10 2017 年末公司有息债务⁴及构成情况

从有息债务结构来看，截至 2018 年 3 月末，公司一年以内到期的有息债务为 380.00 亿元，占总利息债务的比重为 32.04%。

表 4 截至 2018 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	380.00	170.80	315.81	99.06	150.98	69.37	1,186.02
占比	32.04	14.40	26.63	8.35	12.73	5.85	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

2017 年末，公司所有者权益为 710.33 亿元，所有者权益持续增长，主要为未分配利润及、其他权益工具及少数股东权益的增加。2017 年末，股本仍为 29.55 亿元；资本公积为 34.37 亿元，同比减少 41.56%，主要为收购子公司少数股权所致；未分配利润为 201.99 亿元，同比增长 42.48%；盈余公积为 15.05 亿元，同比增长 36.48%，主要为净利润的增加导致提取的法定盈余公积增加所致；其他权益工具为 90.00 亿元，较 2016 年末增加 80.00 亿元，为永续期委托贷款的增加；少数股东权益为 339.38 亿元，同比增加 212.67 亿元，主要为金融机构向公司子公司增资，占所有者权益的比重为 47.78%，少数股东权益规模较大且主要为金融机构，未来在金融机构退出后或面临一定的股权回购压力。截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 701.63 亿元，其中，少数股东权益为 313.31 亿元，较 2017 年末均略有减少。

⁴ 2017 年末公司短期有息债务中的一年内到期的非流动负债中扣除了一年内的待转销项税。2017 年末公司长期有息债务中未含永续期委托贷款，合计 90 亿元。债券期限结构见附表 4。



公司对外担保金额虽较大,但被担保对象主要为商品房购买人提供按揭贷款担保,或有风险不大。

截至 2017 年末⁵,公司对外担保余额为 617.59 亿元,担保比率为 86.94%,其中公司对商品房承购人提供的阶段性购房按揭贷款担保为 616.09 亿元,对参股公司固安翌光科技有限公司⁶(以下简称“翌光科技”)担保金额为 1.50 亿元,到期日为 2021 年 9 月,公司为翌光科技提供连带责任保证担保,翌光科技股东北京朗晟科技有限公司将其持有的翌光科技 30%股权质押给公司作为反担保。

(二) 偿债能力分析

公司清偿性偿债来源较为充足,能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障,稳定的盈利能力对利息形成较强的覆盖;随着经营规模进一步扩大,三个平衡关系预计将改善。

公司流动性还本付息能力较强。流动性偿债来源以货币资金、债务收入和经营性净现金流为主。截至 2017 年末,公司扣除受限的货币资金为 642.05 亿元,可用货币资金规模较大,能为流动性偿债来源形成有效的补充;公司流动性偿债来源中,债务收入占比较高,债务融资渠道较为多元化,为公司经营建设提供了良好的资金保障;但 2017 年以来受公司业务扩张,新增开发区域支出增加的影响,经营性净现金流持续为净流出且流出额较大,对债务及利息的保障程度下降较大;同时随着公司业务规模的扩大,投资支出较大,使得流动性消耗较大,对公司流动性偿债来源存在一定影响。但随着公司未来房地产销售的回款及产业新城结算款的增加,预计公司流动性偿债能力将逐步增强。

公司清偿性还本付息能力较强。清偿性偿债来源为可变现资产,公司存货及货币资金占比较高,变现能力较强,但公司近年来随着园区拓展数量的不断增加,使得公司有息债务和负债规模持续扩大,对公司清偿性还本付息的能力产生一定的影响。2017 年,公司盈利对利息覆盖能力分别为 15.81 倍,公司盈利对利息的覆盖程度较高。整体而言,公司偿债来源较为充足,能够对公司整体的负债偿还提供良

⁵ 公司未提供 2018 年一季度对外担保数据。

⁶ 公司持有翌光科技 70%股份,但公司对翌光科技不具有控制权。



好的保障。

表 5 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
清偿性还本付息能力	0.93	0.94
流动性还本付息能力	2.20	2.20
盈利对利息覆盖能力	15.81	16.56

数据来源：公司提供、大公测算

总体来看，公司可变现资产充裕，对总债务覆盖能力较好；充裕的货币资金和较强的债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；盈利能力稳定带动公司最大安全负债数量提升，为公司提供新增债务空间，公司总体偿债能力极强。

结论

公司产业新城建设业务仍具有很强的区域专营性。预计未来 1~2 年随着园区开发规模的扩大，公司财富创造能力将进一步增强。从分布区域上来看，2017 年以来，公司经营区域仍以京津冀地区为主并拓展至长三角及“一带一路”热点区域，实现运营模式的跨区域复制，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。受益于公司“园区+地产”的协同效应，2017 年，公司签约销售额持续增长，同时公司独特的地产经营模式，使得公司在受托园区获得土地资源上具备明显的优势。同时，公司融资渠道畅通，与金融机构合作关系良好，能为产业新城建设提供了资金保障，公司多样化的融资渠道与手段使得融资成本大幅下降。公司在建园区仍较多，未来资金支出压力较大，存在一定资金支出压力。此外，公司少数股东权益占所有者权益比重较高，未来可能面临一定的股权回购压力。

综合分析，大公对公司“15 华夏 05”、“16 华夏债”、“16 华夏 02”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



附件 1

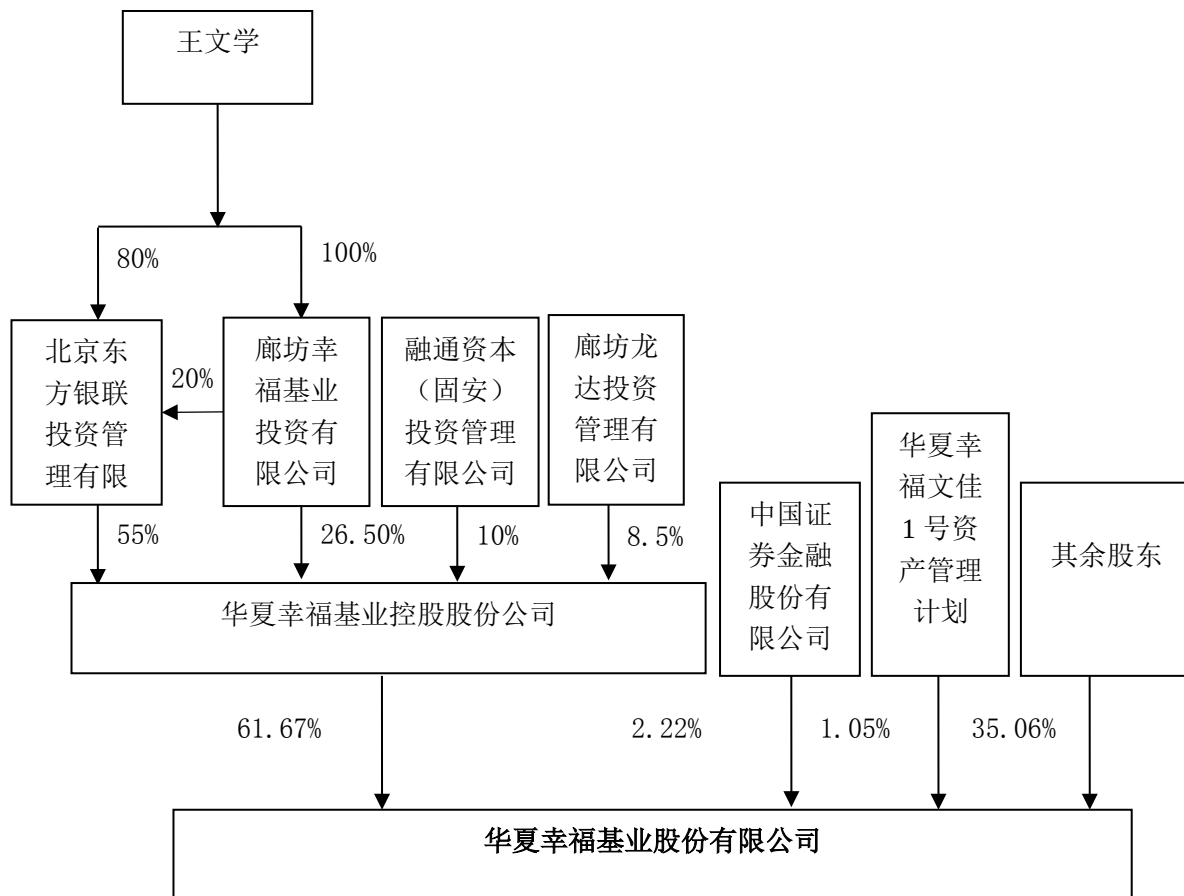
报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的宏观环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。其中，风险系数的取值范围为 1~5，风险系数与可用偿债来源的可靠性呈现负向关系，即可用偿债来源的可靠性越强，对应的风险系数越小。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



附件 2

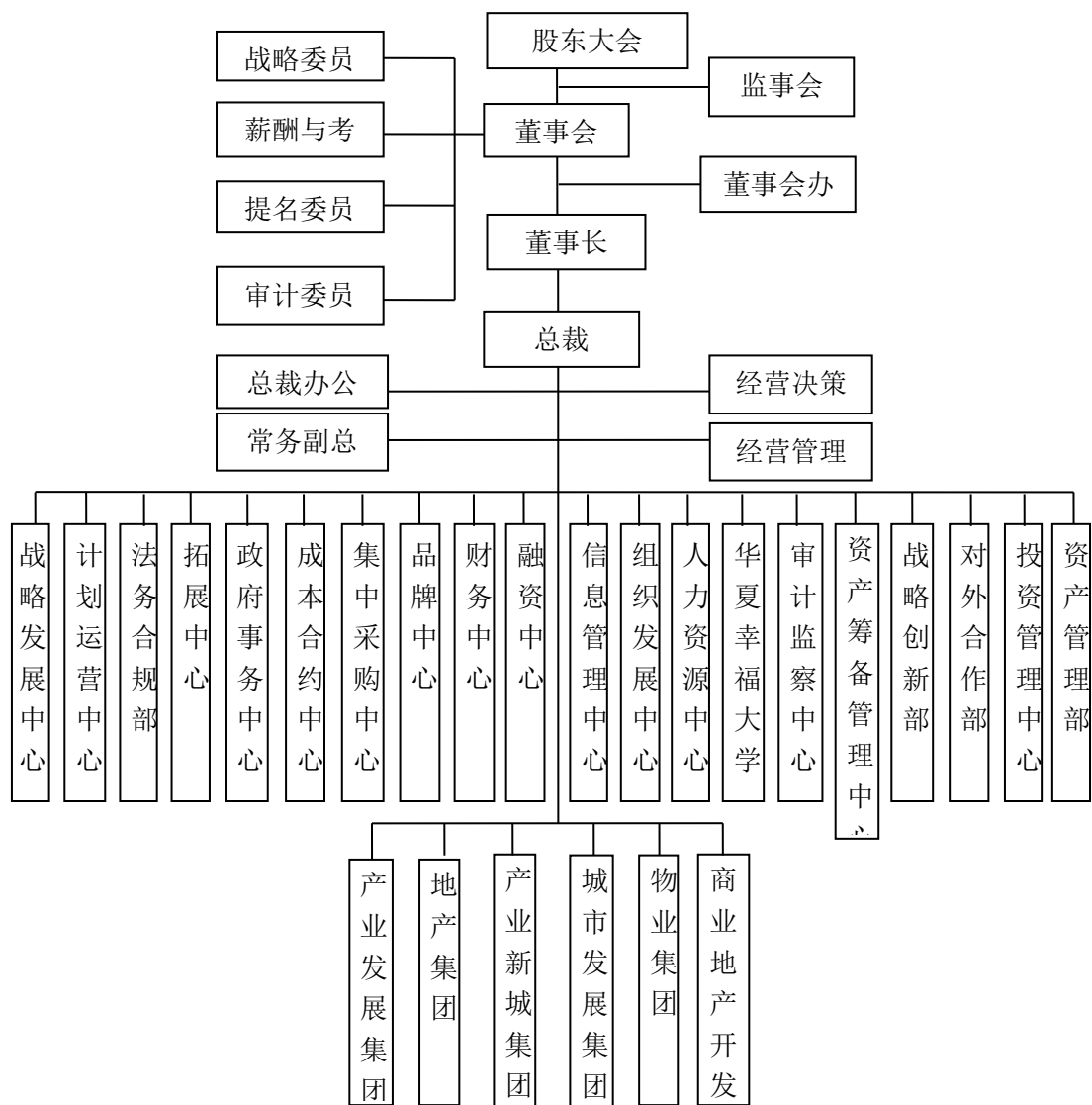
截至 2018 年 3 月末华夏幸福基业股份有限公司股权结构图





附件 3

截至 2018 年 3 月末华夏幸福基业股份有限公司组织结构图





附件 4

华夏幸福基业股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表				
项目	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
资产类				
货币资金	4,800,318	6,810,488	4,550,309	3,680,167
应收账款	2,431,829	1,891,032	950,078	717,748
预付款项	305,626	162,045	355,133	253,936
其他应收款	1,159,759	1,058,730	693,674	201,278
存货	23,826,662	22,979,439	14,734,475	10,062,120
流动资产合计	34,763,192	34,848,628	22,356,117	15,376,512
固定资产	278,883	284,217	267,013	237,903
在建工程	424,120	426,677	333,849	221,878
无形资产	518,115	519,304	614,003	451,208
非流动资产合计	2,799,378	2,737,843	2,634,216	1,485,823
资产总计	37,562,570	37,586,471	24,990,333	16,862,335
占资产总额比 (%)				
货币资金	12.78	18.12	18.21	21.82
应收账款	6.47	5.03	3.80	4.26
预付款项	0.81	0.43	1.42	1.51
其他应收款	3.09	2.82	2.78	1.19
存货	63.43	61.14	58.96	59.67
流动资产合计	92.55	92.72	89.46	91.19
固定资产	0.74	0.76	1.07	1.41
在建工程	1.13	1.14	1.34	1.32
无形资产	1.38	1.38	2.46	2.68
非流动资产合计	7.45	7.28	10.54	8.81
负债类				
短期借款	294,648	684,578	30,000	700,840
应付票据	1,037,406	846,703	129,642	182,063
应付账款	1,701,419	2,542,204	2,042,543	1,602,691
预收款项	14,262,074	13,247,632	10,254,840	6,725,451
其他应付款	1,724,380	1,663,408	1,055,512	640,805
一年内到期的非流动负债	2,118,29	1,942,527	1,722,095	1,222,666



附件 4-1

华夏幸福基业股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

负债类				
项目	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
流动负债合计	22,479,992	22,806,369	15,969,925	11,383,940
长期借款	3,969,239	3,707,398	2,029,138	2,059,459
应付债券	3,980,592	3,896,706	3,134,166	793,746
非流动负债合计	8,066,314	7,676,847	5,217,237	2,915,395
负债合计	30,546,306	30,483,216	21,187,162	14,299,335
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.96	2.25	0.14	4.90
应付票据	3.40	2.78	0.61	1.27
应付账款	5.57	8.34	9.64	11.21
预收账款	46.69	43.46	48.40	47.03
其他应付款	5.65	5.46	4.98	4.48
一年内到期的非流动负债	6.93	6.37	8.13	8.55
流动负债合计	73.59	74.82	75.38	79.61
长期借款	12.99	12.16	9.58	14.40
应付债券	13.03	12.78	14.79	5.55
非流动负债合计	26.41	25.18	24.62	20.39
权益类				
实收资本（股本）	295,495	295,495	295,495	264,576
资本公积	321,962	343,731	588,226	45,914
盈余公积	150,514	150,514	110,285	97,296
未分配利润	2,239,531	2,019,873	1,417,624	941,463
归属于母公司所有者权益	3,883,139	3,709,502	2,536,091	1,352,679
少数股东权益	3,133,125	3,393,753	1,267,079	1,210,321
所有者权益合计	7,016,264	7,103,255	3,803,171	2,563,000
损益类				
营业收入	948,469	5,963,542	5,382,059	3,833,469
营业成本	379,567	3,105,180	3,604,515	2,510,336
销售费用	17,366	196,293	187,522	123,644
管理费用	175,139	748,750	362,276	255,162
财务费用	38,225	98,003	56,302	131
投资收益	19,897	73,448	41,497	30,379
营业利润	342,071	1,287,780	882,246	690,304
利润总额	339,259	1,279,908	897,552	694,856
所得税费用	111,601	399,251	280,740	196,147
净利润	227,658	880,657	616,812	498,709



附件 4-2

华夏幸福基业股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类				
项目	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
归属于母公司所有者的净利润	228,683	878,081	649,158	480,077
少数股东损益	-1,025	2,577	-32,346	18,632
占营业收入比 (%)				
营业成本	40.02	52.07	66.97	65.48
销售费用	1.83	3.29	3.48	3.23
管理费用	18.47	12.56	6.73	6.66
财务费用	4.03	1.64	1.05	0.00
营业成本	40.02	52.07	66.97	65.48
投资收益	2.10	1.23	0.77	0.79
营业利润	36.07	21.59	16.39	18.01
利润总额	35.77	21.46	16.68	18.13
所得税费用	11.77	6.69	5.22	5.12
净利润	24.00	14.77	11.46	13.01
归属于母公司所有者的净利润	24.11	14.72	12.06	12.52
少数股东损益	-0.11	0.04	-0.60	0.49
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-960,340	-1,622,773	776,306	744,972
投资活动产生的现金流量净额	-326,837	-2,002,991	-2,506,232	-579,555
筹资活动产生的现金流量净额	-683,355	5,709,832	2,539,375	1,929,584



附件 4-3

华夏幸福基业股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	377,484	1,400,971	974,562	713,857
EBITDA	-	1,549,030	1,053,686	745,358
总有息债务	11,860,175	11,900,991	7,221,092	5,013,881
毛利率（%）	59.98	47.93	33.03	34.52
营业利润率（%）	36.07	21.59	16.39	18.01
总资产报酬率（%）	1.00	3.73	3.90	4.23
净资产收益率（%）	3.24	12.40	16.22	19.46
资产负债率（%）	81.32	81.10	84.78	84.80
债务资本比率（%）	62.83	62.62	65.50	66.17
长期资产适合率（%）	538.78	539.84	342.43	368.71
流动比率（倍）	1.55	1.53	1.40	1.35
速动比率（倍）	0.49	0.52	0.48	0.47
保守速动比率（倍）	0.21	0.30	0.28	0.32
存货周转天数（天）	5,549.15	2,186.19	1,238.28	1,283.04
应收账款周转天数（天）	205.10	85.75	55.78	57.82
经营性净现金流/流动负债（%）	-4.24	-8.37	5.68	7.50
经营性净现金流/总负债（%）	-3.15	-6.28	4.38	6.22
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-6.08	-2.82	1.60	2.08
EBIT 利息保障倍数（倍）	2.39	2.43	2.01	1.99
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	2.69	2.17	2.08
现金比率（%）	21.35	29.86	28.49	32.33
现金回笼率（%）	158.53	130.88	167.47	198.81
担保比率（%）	-	86.94	150.28	133.65



附件 5

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. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数⁷ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数⁸ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$

⁷ 一季度取 90 天。

⁸ 一季度取 90 天。



22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持+经营活动产生的现金流量净额
23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. 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）
26. 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）



附件 6

主体及中长期债券信用等级符号和定义

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

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。