

北京国华置业有限公司

2016年公开发行公司债券（第一期）

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100546】

**评级对象:** 北京国华置业有限公司 2016 年公开发行公司债券(第一期)

16 国华 01

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2018 年 6 月 27 日

**前次跟踪:** AA/稳定/AA/2017 年 6 月 28 日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2016 年 5 月 26 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	14.14	19.52	6.93
刚性债务	27.86	41.74	40.55
所有者权益	30.54	33.76	46.83
经营性现金净流入量	3.92	14.27	-7.81
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	159.75	228.58	215.93
总负债	102.16	157.83	118.54
刚性债务	41.04	50.36	46.54
所有者权益	57.60	70.75	97.39
营业收入	29.17	45.15	24.70
净利润	7.87	13.15	36.20
经营性现金净流入量	7.57	5.14	21.51
EBITDA	11.68	17.05	42.18
资产负债率[%]	63.95	69.05	54.90
权益资本与刚性债务比率[%]	140.35	140.49	209.28
流动比率[%]	183.71	177.15	230.32
现金比率[%]	25.44	20.63	9.36
利息保障倍数[倍]	4.01	5.18	14.09
净资产收益率[%]	14.67	20.49	43.06
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.53	5.78	23.32
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.13	-16.68	-0.52
EBITDA/利息支出[倍]	4.08	5.26	14.16
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.37	0.87

注:根据国华置业经审计的 2015~2017 年财务数据整理、计算。

### 分析师

吴晓丽 wxl@shxsj.com

周文哲 zwz@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对国华置业股份有限公司(简称“国华置业”、“该公司”或“公司”)2016 年公开发行公司债券(第一期)跟踪评级反映了 2017 年以来国华置业在资产估值、财务杠杆等方面继续保持优势,同时也反映了公司在刚性债务扩张、后续资金支出等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **具有一定的商业地产开发运营经验。**国华置业成功开发了北京华贸中心项目,积累了一定的商业物业开发和运营管理经验,为后续业务开展打下良好基础。
- **获利能力良好。**近三年,国华置业净利润维持在良好水平。公司前期储备土地成本较低,项目具有较高的利润空间和较大的价格弹性,对公司业绩形成一定支撑。
- **经营性物业估值优势。**国华置业持有较多优质经营性物业,租金收入逐年增长,为公司带来稳定的现金流入,且自持物业均以成本入账,具有明显的估值优势。

#### 主要风险:

- **后续投资需求大。**跟踪期内,国华置业在建及拟建项目投资需求仍较大,负债规模预计将进一步增加,公司存在一定的投融资压力。
- **关联方占款风险加大。**2017 年,国华置业应收关联方往来款增加,资金被关联方净占用规模大,且公司自身货币资金存量有限,存在一定的资金占用风险。
- **理财产品投资风险。**2017 年末,国华置业理财产品余额为 50.34 亿元,非保本浮动收益性产品占比较大,公司面临一定的理财产品收益波动风险。

- 对外担保风险敞口大。截至 2017 年末，国华置业对外担保余额为 27.60 亿元，公司代偿风险显著加大。
- 盈利质量不高。跟踪期内，国华置业营业毛利对净利润贡献小，净利润规模上升主要依赖处置部分子公司股权产生的收益，不具有可持续性。

#### ➤ 未来展望

通过对国华置业及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

# 国华置业股份有限公司

## 2016年公开发行公司债券（第一期）

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照国华置业股份有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）（简称“16国华01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据国华置业提供的经审计的2017年财务报表及相关经营数据，对国华置业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于2016年9月14日公开发行了本金15亿元人民币的2016年公司债券（第一期）（简称“本期债券”），债券期限为5年，票面利率4.25%，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券于2016年10月14日起在上海证券交易所挂牌交易（证券代码136419.SH，证券简称“16国华01”），募资资金主要用于补充营运资金及偿还银行借款。

截至2018年3月末，该公司已发行债券待偿还本金余额为15亿元。

图表 1. 公司发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16国华01	15.00	3+2	4.25	2016年9月	付息正常

资料来源：国华置业

### 业务

#### 1. 外部环境

##### (1) 宏观因素

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落

**实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。**

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对

全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## **(2) 行业因素**

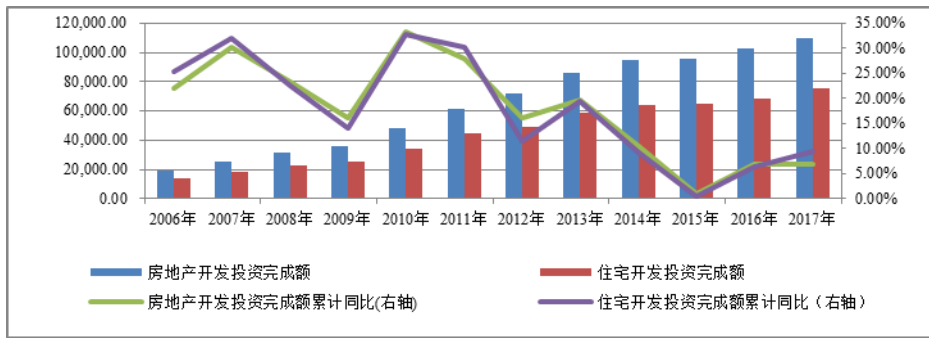
房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017 年以来，我国房地产市场调控深化，各地调控政策密集出台且不断升级，我国主要热点城市的住宅销售面积同比涨幅显著收窄，重点城市成交规模有所回落。展望 2018 年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。

### **A. 行业概况**

#### **a) 房地产开发行业**

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元；住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年度我国房地产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.00%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年同期增长 9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017 年度我国人口城镇化率为 58.52%，较上年提升了 1.17 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

图表 2. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）

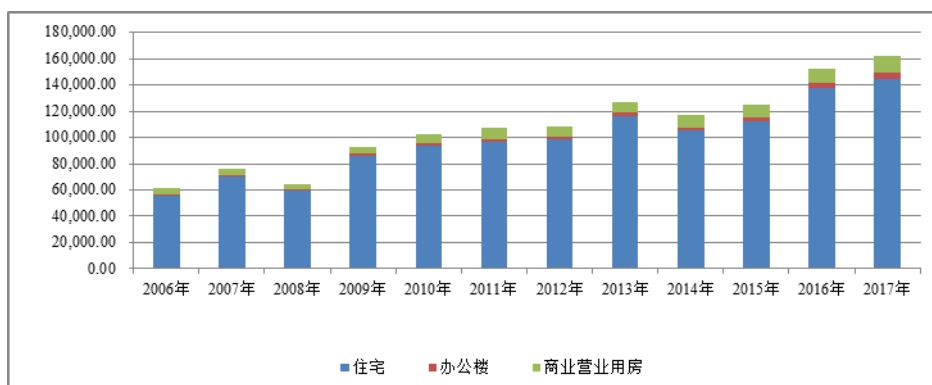


资料来源：Wind 资讯及国家统计局

近十余年内我国房地产市场发展迅速，但期间也经历了较大的起伏。出于平抑市场波动、保障市场理性发展的初衷，我国政府曾多次制定并实施相关政策以规范引导房地产市场。2005-2013 年，我国调控政策主要目标为抑制投机行为、增加保障性住房供给、控制房价快速上涨。2013 年，国务院出台“新国五条”严厉调控房价，由此造成的政策末班车效应导致市场一度强烈反弹。需求集中释放后，2014 年全国房地产成交量下滑明显。为提振楼市，自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。而央行数次下调贷款基准利率，亦对楼市整体形成了有效支撑。

2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热。2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 3. 2006-2017 年度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）



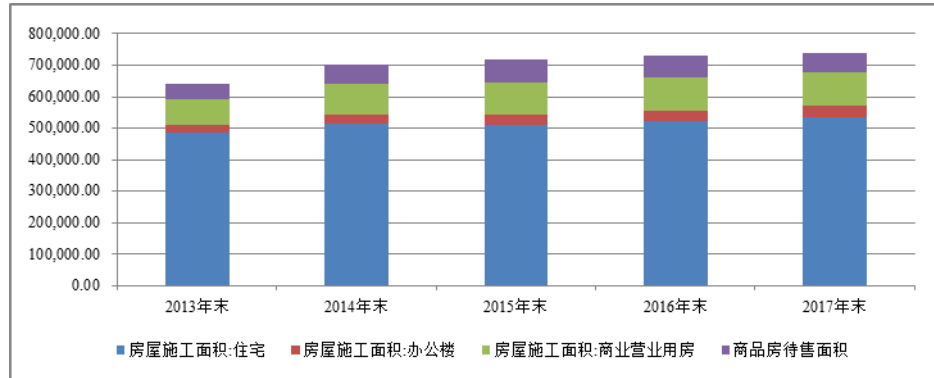
资料来源：Wind 资讯

虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于 2010 年进入下行通道，但由于 2010~2013 年行业投资增速尚高、需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存<sup>1</sup>持续上行。2015 年开始，在行业投资增速放缓、商品房销售面积增

<sup>1</sup>包括待售商品房面积和住宅、办公楼、商业营业用房的施工面积。

速加快的作用下，库存量扩张速度明显放缓。截至 2017 年末，我国房地产市场库存为 73.66 亿平方米，较上年末基本持平；其中待售面积为 5.89 亿平方米，较上年末减少 15.27%，库存总体趋稳。

**图表 4. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米）**

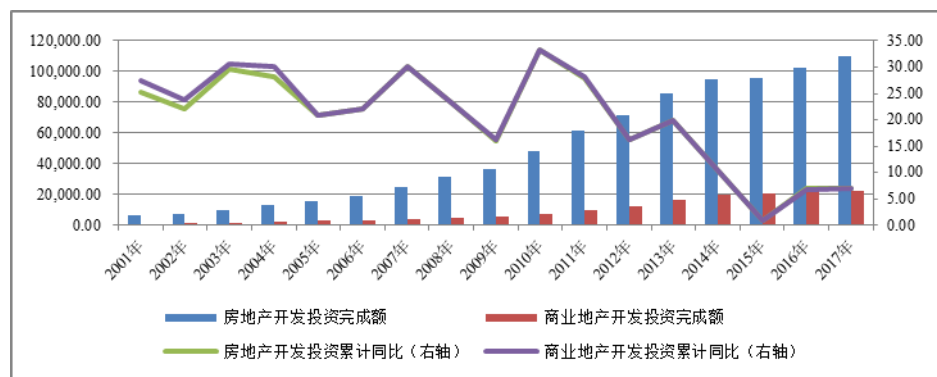


资料来源：Wind 资讯

### b) 商业地产行业<sup>2</sup>

2001 年以来，我国商业地产投资规模保持较快增长，从 2009 年开始增速大幅高于全行业和住宅地产的投资增速。2001-2017 年，我国商业地产投资复合增长率为 21.15%，高出同期全国房地产投资增速 1.53 个百分点。但是国内商业地产在经历了多年高速增长后，供需矛盾已经逐步显现，投资增速放缓，市场整体面临去化压力加大。2017 年，我国商业地产投资额为 2.24 万亿元，同比增长 0.14%，增速较上年大幅下降 7.32 个百分点；同期全国新开工商业地产面积 26,623.58 万平方米，同比下降 7.34%。

**图表 5. 2001-2017 年度商业地产投资情况（单位：亿元）**



资料来源：Wind 资讯

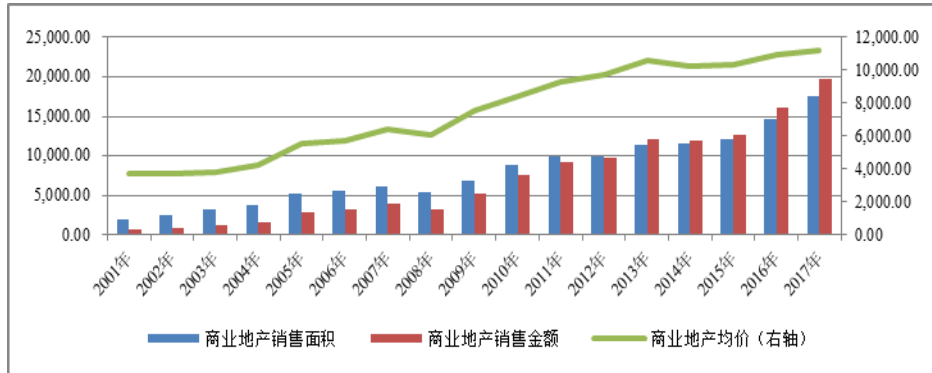
随着商业地产投资规模大幅增长，商业物业销售规模和销售均价也呈现上升趋势。2001-2017 年，我国商业物业销售面积由 2001 年的 2,042.05 万平方米上升到 2017 年的 17,594.34 万平方米，销售均价由 2001 年的 3,699.62 元/平方米上升至 11,193.41 元/平方米。2017 年，受到政策调控深化影响，商业物业销售面积及销售均价增幅双双收窄。当年全国商业物业销售面积为 17,594.34 万

<sup>2</sup> 商业地产包含办公楼及商业营业用房。



平方米，同比增长 20.19%，增速较上年较少 0.15 个百分点；商业物业销售金额为 19,694.07 亿元，同比增长 22.59%，增速较上年下降 4.84 个百分点。

**图表 6. 2001-2017 年度我国商业地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）**

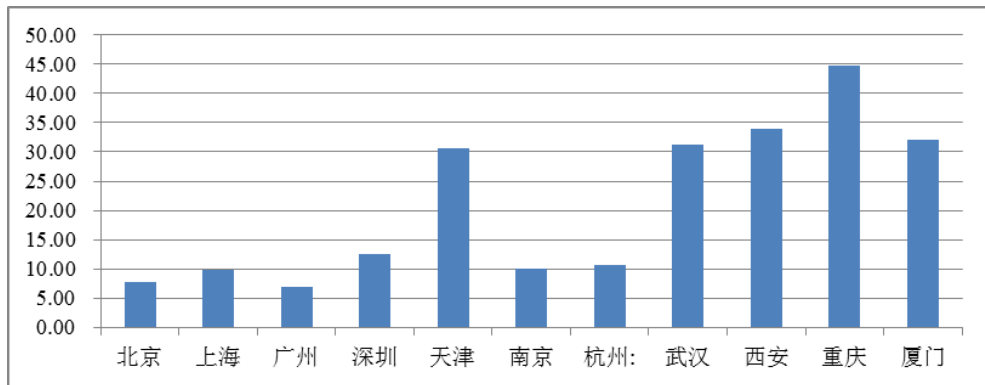


资料来源：Wind 资讯

在商业地产面临去化压力的同时，城市之间的商业地产运营分化也不断加剧。从商业地产完成投资额和完工面积等指标来看，一线城市的商业地产供应量维持在相对稳定的水平，商业地产完成投资额和新开工面积的增长速度放缓；而部分二线城市近年来由于新型中央商务区的兴起，新增商业地产供应呈现快速增长，在商业地产需求尚未出现明显增加的情况下，商业物业的运营压力不断加大。2017 年，一线城市商业物业市场保持较低的空置率和租金增长；部分二三线城市市场空置率不断攀升，经营压力显著加大。2017 年末，北京、上海、广州和深圳的写字楼空置率处在全国较低水平，而天津、武汉、重庆、西安等地的写字楼空置率较高。从目前市场租金水平来看，大部分一线城市的优质零售物业租金略有下降但仍维持在良好水平，个别二三线城市租金跌幅加速下滑。优质写字楼租金方面，北京、上海等一线城市的甲级写字楼租金增速放缓，全国各个重点城市写字楼租金趋于平缓，而天津、重庆等地租金呈小幅下滑趋势。

综合来看，国内商业物业在经历了近年来的高速增长后，供需矛盾已经逐步显现，市场整体面临去化压力加大。对于经济相对欠发达的二三线城市而言，去化压力尤为显著。而一线城市和经济较发达的二线城市，由于存在聚集效应，对商业物业需求相对较为集中，因此核心区段的商业物业项目受到的市场影响相对较小。

图表 7. 2017 年末重点城市甲级写字楼空置率情况 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯

总体而言, 由于我国经济基本面支撑弱化, 商业地产类企业对估值修饰财务报表的依赖度加深, 整体风险显著加大。尤其是近年新建的非热点区域项目, 后续投资回报面临较大的不确定性。

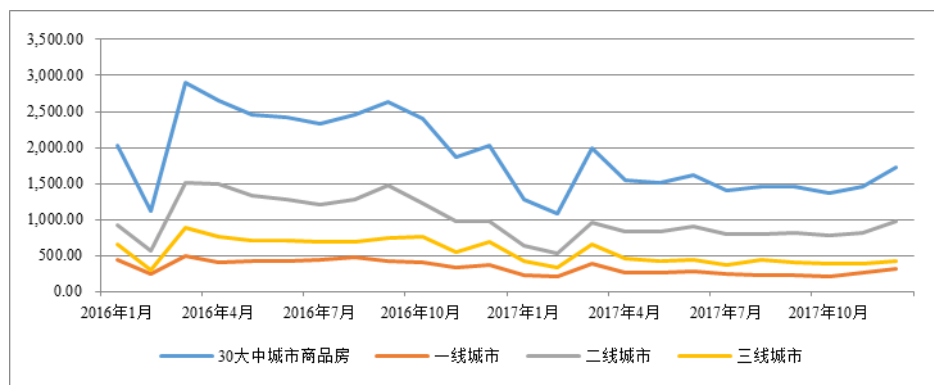
### B. 政策环境

为化解房地产市场库存压力, 中央政府自 2014 年下半年陆续出台多项政策。资金成本方面, 央行多次降息降准, 其中一年期贷款基准利率自年初的 5.60% 降至 4.35%, 金融机构人民币存款准备金率合计下调 2.5 个百分点, 符合标准的金融机构额外下调 0.5 个百分点。公积金贷款方面, 国管公积金中心将贷款额度上调至 120 万元, 首套房首付降至 20%, 并调整了二套房政策和缴存政策。限购政策方面, 46 个限购城市一度仅剩北京、上海、广州、深圳四城坚持限购, 且六部委联合发文取消境外机构和个人的购房限制。税收方面, 财政部、国家税务总局将免征营业税的个人房源持有期限由 5 年下调至 2 年。2015 年政策延续上年的宽松态势, 在降准、降息、调低二套房首付比例及放松限购等政策刺激下, 我国房地产市场整体回暖。

2016 年以来, 随着房地产市场区域差异化程度加剧, 楼市调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。2016 年第一季度, 政府先后宣布非限购城市商贷首付比例由 25% 降至 20%、二套房契税从 3% 降至 1%、非普通住房免征营业税适用“五改二”等政策, 推动了我国房地产市场景气度进一步回暖, 我国一、二线城市房价出现大幅跳升。2016 年 3 月末, 上海、深圳先后提高购房门槛, 一线城市成交量有所回落、房价涨幅收窄。在一线城市溢出效应的带动下, 二线城市房价显著上涨, 南京、苏州、合肥、厦门等城市商品住宅价格指数环比增幅逐渐超过一线城市。2016 年 8 月起, 二线城市房价调控政策趋紧, 南京提高二套房首付比例, 苏州、厦门、武汉先后重启限购政策。“十一假期”前后, 北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌、惠州及南宁 22 个城市集中出台房地产市场调控政策, 从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节 (以北京“930 新政”为标志)。

2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，如西安、石家庄、兰州、长沙等城市均在原有基础上进一步升级调控力度；多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。截至 2017 年末，全国已有超过 40 个城市实行“限售”措施。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。根据 CREIS 中指数数据显示，截至 2017 年 9 月末，74 个地级以上城市和 32 个县市出台调控，其中海南、河北从省级层面全面调控。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。

图表 8. 我国 30 大中城市商品房日均成交面积<sup>3</sup>（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2017 年 4 月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。2017 年 7 月，住建部、国家发改委等九部门联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，在广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市开展住房租赁市场试点。同年 8 月，国土资源部、住建部发布《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、厦门、广州、武汉等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。在此背景下，各试点城市纷纷出台租赁扶持政策，推出共有产权制度、“租购同权”、“租购同分”、加大租赁市场供应、加大金融财税政策支持等措施。截至 2017 年末，一线及部分二线城市总计成交自持和租赁用地逾 100 宗，提供租赁面积逾 400 万平方米。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险

<sup>3</sup> 30 大中城市为：北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春、无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴 10 城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。

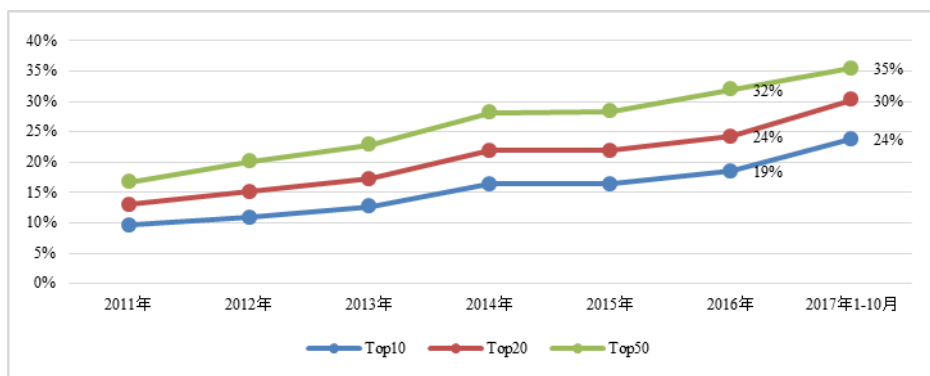
过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。并不属于“市场”范畴的住宅保障是否需要“市场”承担责任，并导致市场被持续的直接的政策干预，也值得深思。

### C. 竞争格局/态势

房地产开发企业的营业成本主要集中于前期土地购买，后续开发阶段所需的建材原料、劳动力等成本占比相对较小。由于房地产开发周期较长，行业企业普遍具有较大的债务融资需求。大型房地产开发企业在土地获取、融资能力、成本控制等方面具有显著优势，抗风险能力较强；而中小房地产开发企业自身实力有限，未来将面临较高的经营和财务风险。

房地产开发企业的规模不仅仅反映了其规模经济和抗风险能力的综合结果，也能在一定程度上反映企业竞争能力。房地产开发行业竞争程度日趋激烈，从长期看，行业集中度逐年提升，这种趋势有利于强化大规模房企的竞争能力。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2016年及2017年1-10月，Top10/Top20/Top50 比值逐年提高。

图表 9. 规模房企市场占有率



资料来源：CREIS 中指数据、新世纪评级整理

目前，房地产开发企业项目销售速度趋缓，营业收入及净利润增速大幅下滑；销售毛利率基本保持稳定，但从整体趋势来看，近年来土地价格快速上涨，人力成本亦有所上升，行业毛利率水平降面临下滑压力。短期看，行业仍有较大规模已销售未结算收入，短期业绩可获一定保障，但行业长期盈利能力提升承压。行业整体处于较高的财务杠杆水平；房地产行业各项融资政策收紧后，外部融资难度明显加大，随着偿债高峰来临，房企偿债压力风险升高。此外，行业销售资金回笼情况不理想，现金流缺口扩大。

图表 10. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
绿地控股集团有限公司	2,901.74	14.34	8,494.44	88.51	0.35	138.9	549.88
万科企业股份有限公司	2,428.97	34.1	11,653.47	83.98	0.95	372.08	823.23
重庆龙湖企业拓展有限公司	669.77	35.23	3,412.72	66.79	1.94	158.2	5.18

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
华夏幸福基业股份有限公司	596.35	47.93	3,758.65	81.1	0.63	88.07	-162.28
新城控股集团股份有限公司	405.26	35.56	1,835.27	85.84	0.63	62.6	-104.85
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	1.09	94.77	-69.89
北京首都开发股份有限公司	366.78	32.72	2,404.63	80.59	0.45	36.14	-204.53
金科地产集团股份有限公司	347.58	21.32	1,573.64	85.79	0.33	22.85	-84.86
阳光城集团股份有限公司	331.63	25.08	2,132.50	85.66	0.27	22.28	88.19
泰禾集团股份有限公司	243.31	27.63	2,064.21	87.83	0.18	23.33	-125.53
光明房地产集团股份有限公司	208.11	20.49	541.54	79.92	0.49	19.88	16.79
浙江中国小商品城集团股份有限公司*	100.17	32.56	238.61	51.61	2.07	14.09	2.74
华远地产股份有限公司	99.04	28.03	343.53	77.46	0.47	11.52	6.84
重庆市迪马实业股份有限公司	95.38	25.25	375.59	79.32	0.57	6.42	17.41
上海申迪(集团)有限公司*	78.91	41.16	561.92	51.07	1.93	-2.95	34.73
新华联文化旅游发展股份有限公司	74.41	31.8	512.95	84.03	0.31	8.63	9.35
中交地产股份有限公司	57.94	29.67	327.23	88.56	0.33	7.83	-36.14
上海长峰(集团)有限公司*	42.43	67.39	646.08	48.74	2.27	17.77	28.43
广州珠江实业开发股份有限公司	42.4	37.28	136.44	71.64	0.57	5.26	7.76
格力地产股份有限公司	31.3	42.92	273.34	71.36	0.54	6.23	-21.02
国华置业股份有限公司	24.70	54.27	215.93	54.90	209.28	36.20	21.51
卧龙地产集团股份有限公司	15.58	37.74	57.62	64.56	3.32	3.56	14.52
上海帝泰发展有限公司*	9.45	91.31	143.15	41.52	2.51	8.37	7.22
阳光新业地产股份有限公司*	5.34	51.96	72.15	49.01	1.49	1.9	1.48

资料来源：新世纪评级整理

注：带\*号为商业地产企业

预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，很容易面临股权并购或项目被收购的局面。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度进一步提高。

#### D. 风险关注

**政策调控深化，楼市成交热度回落。**2017 年起，调控政策由一二线热点城市向城市群扩围。根据中指数据显示，2017 年上半年，长三角、珠三角、京津冀三大城市群内部三四线城市联动中心城市出台收紧政策；下半年，三四线城市调控进一步扩围，集中在山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区。加之近期多地限售政策加码，供需双限，各线城市整体成交面积回落。在地方政府对房地产销售节奏及价格持续干预的背景下，房企资金回笼速度及规模进一步承压。

**市场需求受限，房企资金回笼承压。**2017 年我国房地产行业的金融监管及

信贷政策进一步收紧：地方政府加强商品房价格管控；银监会严厉打击“首付贷”、“消费贷”；多家商业银行上调首套房贷款利率，房地产金融端持续收紧。此外，短期政策调控与长期住房制度建设相结合，一方面限售限购限贷政策持续加码抑制市场需求，一方面共有产权住房及长租公寓快速发展，促进购房需求向租房转化。在此背景下，有效购房需求显著受限，房企资金回笼承压。

**融资渠道收窄，房企资金链压力显著加大。**自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。2016 年 10 月，上交所及深交所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产企业公司债券发行审核试行分类监管；2017 年 2 月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，禁止私募资管产品通过明股实债、委托贷款等方式投资热点城市普通住宅项目；2017 年 12 月，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，要求不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域，信托作为房地产融资的重要渠道面临收缩。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

## 2. 业务运营

**该公司自持物业位置优越，总体出租率及租金均保持在较好水平，为公司带来稳定的收入及现金流入。公司物业销售收入波动较大，目前在建的苏州项目土地成本较高，投资规模大，未来或面临一定的资金支出压力。**

该公司主要在中国从事城市综合体、商业住宅和旅游地产的开发和销售，并以城市综合体为主。截至 2017 年末，公司在全国 4 个城市和地区共有 23.45 万平方米剩余土地储备。公司重点关注城市地标、高端商业住宅和高端旅游地产项目，目前重点开发北京华贸中心、北京华贸城、惠州华贸中心、北戴河国际度假中心和苏州华贸中心项目。

作为是国内最高端建筑综合体品牌——华贸中心的发展商。该公司连续 10 年蝉联由中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、中国光大银行、北京银行及新华社联合推选的“北京地产资信 20 强”称号，并与多家跨国公司进行长期战略合作。未来公司定位为在一线及次一线城市做地标性建筑物，为高端人士提供服务。公司区域发展方面，未来计划将在 4 个大城市（北京、上海、广州、深圳），7 个（天津、重庆、成都、武汉、苏州、东莞、郑州）人口千万级、GDP 万亿级的城市建设华贸中心类似的综合体。

**图表 11. 公司主业基本情况**

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
房地产开发与租赁	北京、惠州、秦皇岛、苏州	规模、资本、品牌

资料来源：国华置业

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计	29.17	45.15	24.70
其中：核心业务营业收入（亿元）	27.25	43.33	22.51
在营业收入中所占比重（%）	93.43	95.98	91.12
其中：（1）物业销售	19.72	35.38	13.14
在核心业务收入中所占比重（%）	72.37	81.65	58.37
（2）物业租赁	7.53	7.95	9.37
在核心业务收入中所占比重（%）	27.63	18.35	41.63
毛利率（%）	48.82	50.25	54.27
其中：物业销售（%）	36.28	43.61	59.08
物业租赁（%）	91.29	86.29	86.66

资料来源：国华置业

该公司主要从事商业及住宅的开发建设，部分商业建成后自持经营。公司主营业务收入占比保持在 90% 以上，其他业务收入比重小。2015-2017 年，公司实现营业收入分别为 29.17 亿元、45.15 亿元和 24.70 亿元。2017 年度，公司营业收入较上年同期大幅下滑，主要是由于公司处置北戴河蔚蓝海岸项目及崇明岛东滩花园项目公司股权，上述项目不再纳入合并范围所致。近三年公司综合毛利率分别为 48.82%、50.25% 和 54.27%，呈稳步提升态势。其中房地产租赁业务毛利率较高，且较为稳定，近年来维持在 80% 以上。受益于之前的运营发展过程中积蓄了部分成本较低的土地储备，公司的房产销售项目具备较高的盈利能力。

#### A. 项目开发

该公司因商业开发起步时间较晚、前期发展较慢，目前仅开发 5 处项目。公司所建项目具有体量大、开发周期长的特点，均采用分期、分片滚动开发模式，并根据存货去化速度调整开发进度。

该公司所开发项目主要分为两类，一类系位于城市中心，集住宅、写字楼、商场、酒店等多种业态于一体的大型城市综合体，满足高端商务人士居住、办公、休闲娱乐便利化需求，如北京华贸中心、惠州华贸中心、苏州华贸中心；另一类为高档公寓及别墅类产品，满足客户的高端居住或休闲度假需求，如北京华贸城、北戴河国际度假中心项目。截至 2017 年末，北京华贸中心和惠州华贸中心已完全竣工，北京华贸城进入项目收尾阶段，其余项目均处于持续开发状态。

图表 13. 截至 2017 年末公司项目投资情况（单位：亿元）

项目	占地面积	建筑面积	总投资	已投资	开工时间	完工时间	未来投资计划		
							2018 年	2019 年	2020 年
北京华贸中心	14.57	91.54	90.00	90.00	2003	2007	-	-	
北京华贸城	21.24	78.73	80.00	77.30	2009	2018	0.73	-	
惠州华贸中心	12.91	71.12	50.55	50.55	2009	2016	-	-	
北戴河国际度假中心（不含蔚蓝海岸项目）	95.65	21.74	22.66	18.28	2010	-	1.30	1.98	0.87
苏州华贸中心	9.51	79.10	77.92	24.20	2017	2021	3.50	12.26	19.32
<b>总计：</b>	<b>153.88</b>	<b>342.23</b>	<b>321.13</b>	<b>260.33</b>	-	-	<b>5.53</b>	<b>14.24</b>	<b>20.19</b>

注：根据国华置业提供的资料绘制

北京华贸中心系该公司的旗舰项目，同时也是北京市 2003 年 60 项重大工程之一。该项目占地 14.57 万平方米，建筑面积共 91.54 万平方米，总投资约 90 亿元，其中土地出让金 9.73 亿元，系协议出让的方式取得。北京华贸中心由 3 座超 5A 写字楼、2 座豪华酒店（丽思卡尔顿酒店和万豪酒店）、大型国际商城及十九栋国际公寓等构成。该项目开发时间较早，在 2007 年底已完全竣工，区域内形成以“华贸商圈”为核心的产业链集群。目前公司自持 1 栋写字楼、写字楼底的裙房（也称购物中心）、部分商业街及公寓等物业，并持有华贸水世界（高端商场北京 SKP 物业的持有者）40% 股权。

北京华贸城位于北五环外、毗邻北中轴线，总占地面积 21.24 万平方米，规划建筑面积 78.73 万平方米，系包括叠拼别墅、高级公寓及时尚商街的大型居住社区。项目已经开发 6 期，目前项目竣工待验收叠拼别墅面积约 1.6 万平方米，为改善型刚需产品。

惠州华贸中心位于惠州江北中心区的核心区，传承北京华贸中心成功经验，由 1 栋大型时尚购物中心（华贸天地）、3 栋高端写字楼（华贸大厦）、4 栋高档公寓（华贸·铂金府），以及中央花园广场、豪华 CLUB、国际双语幼儿园围合而成，系惠州市唯一的“商务服务类型的集聚区”。截至 2017 年末惠州华贸中心全部竣工，公司将写字楼、公寓及公寓底商对外销售，购物中心华贸天地用于租赁。

北戴河国际度假中心项目投资规模大，建设周期长，对该公司形成了一定的资金占用。该项目分 4 个区域进行开发，A 区华贸海滨会馆占地约 18 万平方米，分两期建设别墅类产品，目前一期已经建成、二期尚未开工；B 区华贸国际公馆建设五星级酒店及高端住宅类产品，公司旗下喜来登酒店已于 2013 年建成开业，住宅项目公园郡也于 2016 年 5 月完工；C 区华贸松石高尔夫俱乐部由松石高尔夫球场、高尔夫别墅及相关配套设施组成，高尔夫球场已于 2013 年投入使用，别墅及会所将于 2017 年完工；D 区蔚蓝海岸位于渤海入海口，占地面积 172.59 万平方米、建筑面积 83.02 万平方米，业态涵盖生态公园、酒店及分时度假产品、高尔夫社区、创业产业基地和花园式居住社区等。该项目预计总投资规模逾 90 亿元，其中蔚蓝海岸项目预计总投资 70 亿元，资金支出压力较大。2016 年，公司向非关联方宁波



远吉德润投资管理合伙企业转让北戴河蔚蓝海岸项目公司部分股权，分别为秦皇岛润滨房地产开发有限公司 49.50%的股权、秦皇岛润泽房地产开发有限公司 49.50%的股权、秦皇岛润海房地产开发有限公司 49.50%的股权、秦皇岛润鸿房地产开发有限公司 49.50%的股权、秦皇岛润鑫房地产开发有限公司 49.50%的股权、秦皇岛润港房地产开发有限公司 49.50%的股权，账面价值合计 1.17 亿元，股权处置价款为 2.20 亿元，剩余股权按照公允价值重新计量产生的利得为 1.05 亿元。公司于 2017 年 5 月完成股权交割，公司持有上述项目公司 50.50%的股权，北戴河蔚蓝海岸项目不再纳入合并范围<sup>4</sup>。

华贸·东滩花园位于上海崇明岛陈家镇东滩板块，毗邻东滩湿地公园。该项目为岛墅类产品，项目占地 132 万平方米，总投资规模约 83.61 亿元，截至 2017 年末已投入资金 35.07 亿元（土地成本约 22 亿元），预计未来三年内投资完毕。项目分四期、十个地块开发，一期 A 区早于 2012 年建成，三期 A 块、四期 A 块、四期 B1 及 B2 块也已完工。2016 年，公司向非关联方上海崇远企业管理咨询有限公司转让华贸·东滩花园项目开发主体—上海揽海房地产开发有限公司（简称“上海揽海”）41.03%股权，账面价值-1.50 亿元，股权处置价款为 12.59 亿元，剩余股权按照公允价值重新计量产生的利得为 13.81 亿元。公司于 2017 年 5 月完成股权交割，公司持有上海揽海 40.21%的股权，华贸·东滩花园项目不再纳入公司合并范围。

2016 年，该公司新增苏州华贸中心项目，项目占地面积 9.51 万平方米，总投资额为 77.92 亿元，截至 2017 年末已投资 24.20 亿元，其中土地收购款为 22.45 亿元。该项目业态涵盖服务式公寓、购物中心、金融办公、五星级酒店、金融和创意办公、文旅商业街等，预计未来三年投资总额为 35.08 亿元。该项目土地成本较高，投资规模大，未来或面临一定的资金支出压力。

该公司系国华电力专为开发北京华贸中心地块<sup>5</sup>而成立，转变为中外合资企业后，逐步发展成为一家市场化经营的房地产企业，开始全国性布局。截至 2017 年末，公司未开发土地面积共 23.45 万平方米，集中于北戴河国际度假中心及苏州华贸中心。苏州华贸中心项目投资规模大，且土地成本较之前大幅升高，公司未来盈利空间或将有所收窄。

**图表 14. 公司项目土地及开发情况（单位：亿元、元/平方米、万平方米）**

项目	土地成本	土地单价	拿地时间	总投资	已投资	拿地方式	待开发土地面积
北京华贸中心	9.72	6,671	2003-2004	90.00	90.00	协议出让	-
北京华贸城	29.26	13,776	2008	80.00	77.30	招拍挂	-
惠州华贸中心	7.38	5,716	2008	50.55	50.55	招拍挂	-
北戴河国际度假中心 (除蔚蓝海岸项目)	3.81	398	2008-2010	22.66	18.28	招拍挂	13.95
苏州华贸中心	22.45	23,184	2016	77.92	24.20	招拍挂	9.50

<sup>4</sup> 国华置业在上述项目公司的董事会席位中占比为五分之三。但根据项目公司章程，重大经营决议需经出席董事的三分之二通过方为有效，国华置业对上述项目公司无绝对控制权，因此不纳入合并范围。

<sup>5</sup> 北京华贸中心地块为国华电力旗下电厂原址。

项目	土地成本	土地单价	拿地时间	总投资	已投资	拿地方式	待开发土地面积
总计:	72.62	-	-	321.13	260.33	-	23.45

注：根据国华置业提供的资料绘制

该公司项目体量较大，实行分区、分期滚动开发。2016年，受益于房地产市场交易活跃，公司签约面积及签约金额较上年大幅增长。2017年，由于北京和惠州项目处于尾盘销售，上海东滩花园项目及北戴河蔚蓝海岸项目不再纳入合并范围，公司投资规模及销售业绩显著收缩。当年签约销售面积和签约销售金额分别为2.15万平方米及4.49亿元，分别同比下降88.22%和88.62%。

**图表 15. 近三年公司物业开发销售情况（单位：万平方米、亿元）**

	开工面积	竣工面积	房地产投资	签约面积	签约金额
2015年	6.93	22.16	11.01	10.03	20.44
2016年	7.35	16.18	17.53	18.25	39.47
2017年	1.60	0.00	2.36	2.15	4.49

注：根据国华置业提供的资料绘制，开竣工面积包括自持物业。

## B. 物业销售

受项目开发进度及收入结转周期的影响，近三年该公司物业销售收入波动较大，2015-2017年分别为19.72亿元、35.38亿元和13.14亿元，同期毛利率分别为36.28%、43.61%和59.08%。跟踪期内，由于公司转让项目子公司部分股权导致售房结转规模减少，公司物业销售收入大幅下滑。

**图表 16. 公司物业区域销售毛利率情况**

区域	项目	2015年	2016年	2017年
北京	华贸城	59%	73%	57%
惠州	华贸公寓、华贸写字楼	30%	46%	48%
北戴河	国际公馆、公园郡	28%	22%	22%

注：根据国华置业提供的资料绘制，开竣工面积包括自持物业。

该公司项目以北京为立足点，目前拓展至上海、惠州、秦皇岛、苏州等城市，截至2017年末，主要在售项目可售面积为159.44万平方米，累计销售75.32万平方米。其中，北京华贸城项目位于五环外，周边配套近两年才得到完善。其中公寓开盘时间早、销售单价较低，目前去化率较高；商业销售了三分之一，剩余部分主要拟自持。该项目与周边楼盘相比性价比高，目前可售部分已基本销售完毕。惠州华贸中心项目中写字楼1#2#销售情况较好，2017年末去化率达到93.65%，而华贸公寓因定价偏高，去化速度较慢。北戴河度假中心为休闲度假式产品，整体项目去化速度偏慢。

**图表 17. 2017年末公司项目建设情况（单位：亿元、万平方米、%）**

项目	产品名称	业态	规划可售面积	取得预售证可售面积	累计签约面积	去化率	累计签约金额
北京华	北京华贸城	公寓	48.12	31.25	31.19	99.81	67.77

项目	产品名称	业态	规划可售面积	取得预售证可售面积	累计签约面积	去化率	累计签约金额
贸城	北京华贸城	别墅	4.82	4.27	4.11	96.25	19.79
	北京华贸城	商业	5.17	2.43	0.93	38.27	3.82
	<b>小计:</b>	-	<b>58.11</b>	<b>37.95</b>	<b>36.23</b>	<b>95.47</b>	<b>91.39</b>
惠州华贸中心	华贸·铂金府	公寓及3#写字楼	28.33	27.46	22.41	81.00	34.17
	华贸大厦	写字楼1#2#	13.17	11.97	11.21	93.65	17.20
	<b>小计:</b>	--	<b>41.5</b>	<b>39.43</b>	<b>33.62</b>	<b>85.27</b>	<b>51.37</b>
北戴河国际度假中心	公园郡	洋房、别墅	4.37	4.37	4.25	97.25	6.87
	秦皇岛海滨会馆一期	别墅	1.64	1.64	0.56	34.15	2.48
	秦皇岛海滨会馆二期	别墅	3.71	-	-	-	-
	秦皇岛酒店+国际公馆	酒店式公寓	3.64	1.21	0.52	42.98	0.72
	莲蓬俱乐部	别墅	1.72	0.36	0.14	38.90	0.22
	<b>小计:</b>	-	<b>15.08</b>	<b>7.58</b>	<b>5.47</b>	<b>72.16</b>	<b>10.29</b>
苏州	苏州华贸中心	公寓、写字楼、商业、酒店	44.75	-	-	-	-
<b>总计:</b>			<b>159.44</b>	<b>84.96</b>	<b>75.32</b>	<b>88.65</b>	<b>153.05</b>

注：根据国华置业提供的资料绘制

此外，该公司凭借华贸中心成功的开发经验进行管理输出，参股了两个合作开发项目——财金中心（位于长春）及海悦府（位于泉州），公司持股分别为 15% 和 25%。以上参股项目开发完成后，公司不仅可以按持股比例获得投资收益，还将以项目销售收入及评估价值（持有部分）为基数提取 3% 的管理费收入。其中海悦府项目于 2016 年 7 月 19 日已完成竣工验收，自 2016 年 11 月 8 日起对外销售，2017 年度项目销售回款 3.98 亿元，较上年增长 27.89%；收取管理费 0.19 亿元，较上年增长 55.52%。

### C. 物业租赁

受益于自持物业规模增加及租金水平提高，2015-2017 年该公司租金收入分别为 7.53 亿元、7.95 亿元和 9.37 亿元，毛利率维持在 80% 以上的较高水平。截至 2017 年末，公司自持物业可出租面积约 37 万平方米。此外，为促进销售，惠州华贸大厦（写字楼）定价相对较低，但根据销售合同，公司享有出售后三年内的租金收益权。

图表 18. 2017 年末公司主要物业出租情况（单位：万平方米、%）

项目	业态	可租赁面积	已出租面积	出租率
北京华贸中心	商业、写字楼	13.05	12.59	96.46
北京华贸城	商业	5.74	5.18	90.24
惠州华贸天地	商业	10.56	9.9	94.00
惠州华贸大厦	写字楼	5.00	3.41	68.00
惠州华贸铂金府	住宅	1.58	1.45	92.00
惠州华贸商铺	商铺	1.14	0.55	48.00
<b>总计:</b>	-	<b>37.07</b>	<b>33.08</b>	<b>--</b>

注：根据国华置业提供的资料绘制

北京华贸中心贡献该公司大部分的租金收入。公司自持业态包括超 5A 智能写字楼和购物中心等。其中，写字楼定位于为世界 500 强、金融行业等国际高端客户（如德意志银行、澳新银行、强生公司、巴西航空、NBA 等）提供理想办公场所，公司进行选择性招商。而商铺主要承担生活配套职能，为在周边办公及生活的人群提供餐饮、洗衣、健身等多种生活服务。因此公司商铺招商采取在细分功能类别中比比比价的策略。在运营过程中，公司将根据商户经营表现、写字楼客户及公寓住户的评价，对商户进行定期筛选和淘汰。

该公司写字楼租期为三年，合同期限内租金不变；商铺租期多为两年，但对装修投入大的商户，租期可适当延长，长期租约将在合同中约定每年 5-10% 的租金涨幅。租约到期前，公司与客户进行一对一的议价以确定下一期的租金，增长幅度由原有租金水平及市场租金增幅共同决定，但原则上不低于公司总部规定的租金水平。公司租金均按月收取。

从出租情况来看，北京华贸中心区域位置优越，出租率维持在 90% 以上。北京华贸城由于承租人续租比例大，2017 年末出租率上升至 90.24%。惠州华贸大厦 1 号、2 号写字楼原出租面积大部分为已销售物业 3 年返租的面积。2016 年 3 月和 6 月返租分别到期，公司剩余自有物业面积较小，2016 年起可出租面积及租金收入相应下降。

从租金收入来看，2015-2017 年，北京华贸中心各业态租金呈不同幅度增长，写字楼及购物中心增幅较大，但由于宏观经济增速显著放缓，租金的涨幅有所趋缓。近三年惠州华贸天地租金收入持续提升，主要系周边功能服务日渐完善、商业氛围不断成熟，推动租金水平逐年增长所致。

**图表 19. 近三年公司物业租金情况（单位：万元）**

项目	业态	租金收入		
		2015 年	2016 年	2017 年
北京华贸中心	商业、写字楼	58,045.65	61,910.15	63,744.66
北京华贸城	商业	3,639.51	4,577.29	6,590.22
惠州华贸天地	商业	8,905.90	9,067.55	9,316.29
惠州华贸大厦	写字楼	3,492.55	2,924.00	2,665.00
惠州华贸铂金府	住宅	-	-	875.00
惠州华贸商铺	商铺	-	-	547.00
<b>总计：</b>	<b>-</b>	<b>74,083.61</b>	<b>78,478.99</b>	<b>83,738.17</b>

注：根据国华置业提供的资料绘制

#### D. 其他业务

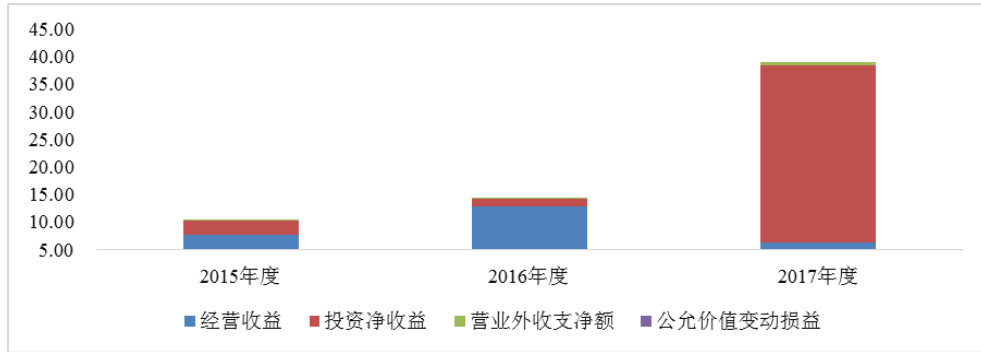
该公司还有少量的商场销售、酒店服务、工程管理、地产经纪、物业管理等业务，2015-2017 年分别实现收入 1.92 亿元、1.82 亿元及 2.19 亿元。2017 年商场销售和酒店服务分别实现收入 1.23 亿元和 0.42 亿元。

北戴河华贸喜来登酒店于 2013 年开业，拥有 243 间高档客房、105 套酒店式公寓，但因受季节影响较大，平均入住率较低。2017 年度高档客房入住率为 40.07%，

酒店式公寓入住率为 35.00%。

## (2) 盈利能力

图表 20. 公司盈利来源结构(单位: 亿元)



资料来源: 根据国华置业所提供数据绘制

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

营业毛利为该公司盈利的主要来源, 投资净收益及营业外收入为利润的有益补充。近三年, 受物业销售收入结转进度及结转业态不同的影响, 公司营业毛利规模有所波动, 2015-2017 年分别为 14.24 亿元、22.68 亿元和 13.41 亿元。2017 年营业毛利有所下滑, 主要系公司转让蔚蓝海岸及东滩花园项目, 导致物业销售结转收入大幅减少。受销售策略和结转项目结构变化的影响, 近年来公司毛利率有所波动, 但总体维持在较好水平, 近三年分别为 48.82%、50.25% 和 54.27%。

图表 21. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计 (亿元)	29.17	45.15	24.70
毛利 (亿元)	14.24	22.68	13.41
期间费用率 (%)	11.09	10.35	16.16
其中: 财务费用率 (%)	3.11	3.86	5.95
<b>全年利息支出总额 (亿元)</b>	<b>2.86</b>	<b>3.25</b>	<b>2.98</b>
其中: 资本化利息数额 (亿元)	1.72	0.86	0.00

资料来源: 根据国华置业所提供数据整理

该公司营业税金及附加支出规模较大, 2015-2017 年分别为 3.42 亿元、5.12 亿元和 3.19 亿元, 主要为土地增值税和房产税。受 2016 年 5 月起实施的营改增政策的影响, 2017 年营业税金及附加较上年减少 37.70%。公司期间费用率呈波动上升态势, 近三年分别为 11.09%、10.35% 和 16.16%。其中, 管理费用占比较大且年均增幅超过 15%, 主要因职工薪酬、运营管理等增加所致; 销售费用受销售人员工资、广告营销费变化的影响而波动较大; 2016 年, 公司财务费用率同比增长, 主要因资本化利息减少, 费用化利息占比增加所致。2017 年, 公司处置部分子公司股权导致借款规模相应减少, 但由于当期营业收入降

幅更大，财务费用率进一步升高。

**图表 22. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益（亿元）	2.61	1.40	32.23
其中：理财产品（亿元）	0.00	0.24	1.43
营业外收入（亿元）	0.16	0.19	0.59

资料来源：根据国华置业所提供数据整理。

2015-2017 年，公司投资净收益分别为 2.61 亿元、1.40 亿元和 32.23 亿元，主要来自长期股权投资收益、股权处置收益及理财产品收益。2017 年，投资收益大幅增长主要系处置上海东滩花园和北戴河蔚蓝海岸获得投资收益 29.99 亿元<sup>6</sup>。同期，公司营业外收入分别为 0.16 亿元、0.19 亿元和 0.59 亿元，主要为租户违约的商业罚没收入，总体规模较小。

该公司净利润逐年增长，近三年分别为 7.87 亿元、13.15 亿元、36.20 亿元，净资产收益率分别 14.67%、20.49%和 43.06%。跟踪期内，公司净利润规模大幅上升，主要系处置部分子公司股权产生收益，不具有可持续性。

## 管理

**跟踪期内，该公司产权状况、治理结构和管理水平变化不大。关联方交易较多，主要为应收关联企业往来款。**

跟踪期内，该公司产权结构、法人治理结构及管理水平等方面均无重大变化。公司为中外合资企业，截至 2017 年末，公司股东 GH、CA Holdings 2,Inc.、CA Holdings Limited、华信润达及润泽信达分别持有公司 30%、28.5%、28.5%、10%、3%的股权，公司股权较分散，无实际控制人。公司产权状况详见附录一。

该公司与关联方之间有较多资金往来，且大部分不收取或支付利息，2017 年末应收关联方款项共 44.44 亿元，其中应收股东 GH 往来借款 8.70 亿元，应收关联方 Huamao Property Holdings Ltd.往来借款 10.14 亿元，借款年利率为 1.00%；同期末，应付关联方款项 19.96 亿元，其中应付合营公司北京华贸水世界商城发展有限公司（简称“华贸水世界”）往来款 19.87 亿元。华贸水世界为高端购物中心北京 SKP（原名为新光天地）物业的持有者，其租金收入稳定、现金流充裕，公司对其资金占用预计可持续。此外，2017 年末公司对关联方提供担保总额为 27.60 亿元，其中为华贸水世界提供流动性支持义务 20.80 亿元，为华贸水世界和 Huamao Property Holdings Ltd 提供质押担保合计 6.80 亿元。总体而言，跟踪期内，公司资金被关联方净占用规模大，账款回收风险大幅上升。

<sup>6</sup> 投资收益包括股权处置收益 15.12 亿元及按照公允价值重新计量剩余股权产生的利得 14.87 亿元。

**图表 23. 公司主要应收及应付关联方款项余额（单位：亿元）**

金额	2015 年末	2016 年末	2017 年末
应收关联方款项	2.18	20.65	44.44
应付关联方款项	5.07	4.05	19.96

资料来源：根据国华置业所提供数据整理。

根据该公司提供的 2018 年 5 月 17 日《企业信用报告》所载，公司无往期债务违约记录，公司信用良好。

**图表 24. 公司严重不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/5/17	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/6/6	不涉及	正常	不涉及	不涉及
诉讼	全国法院失信被执行人名单信息公布与查询	2018/6/6	无	无	无	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统	2018/6/6	无	无	无	不涉及
质量	公开信息披露	2018/6/6	无	无	无	不涉及
安全	公开信息披露	2018/6/6	无	无	无	不涉及

资料来源：根据国华置业所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

## 财务

跟踪期内，该公司转让部分子公司股权，负债规模及财务杠杆有所降低。公司存货周转速度偏慢，但经营性物业公允价值远高于账面价值，资产总体质量较好。需关注的是，公司未分配利润占比较高，或面临较大的分红压力。

### 1. 数据与调整

北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）和利安达会计师事务所（特殊普通合伙）分别对该公司的 2015-2016 年及 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。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。跟踪期内，公司针对 2017 年施行的《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）、《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号）和《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会[2017]13 号）的相关规定进行了会计政策变更。

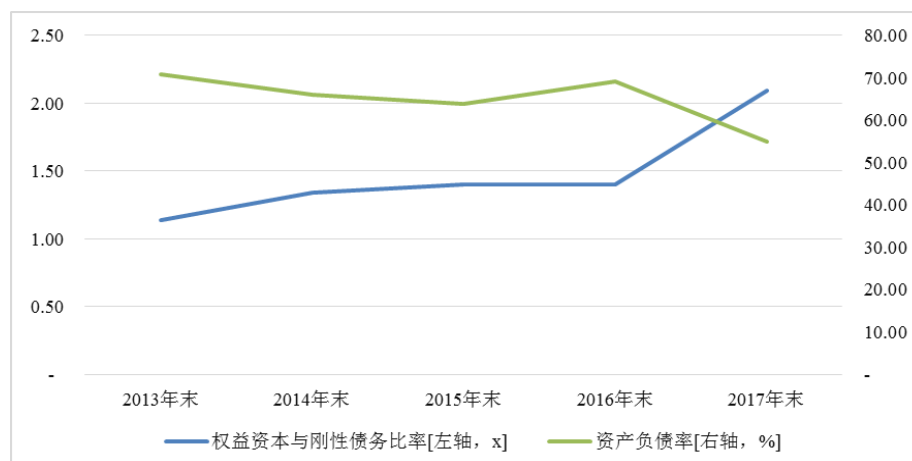
2017 年，该公司合并范围内新增 4 家全资子公司，均以设立方式取得，分别为上海锦济置业有限公司、苏州华贸润捷房地产开发有限公司、苏州华

贸润苏酒店管理有限公司和苏州华贸润丽酒店管理有限公司。同期，公司注销泉州市华贸太平物业管理有限公司。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据国华置业所提供数据绘制。

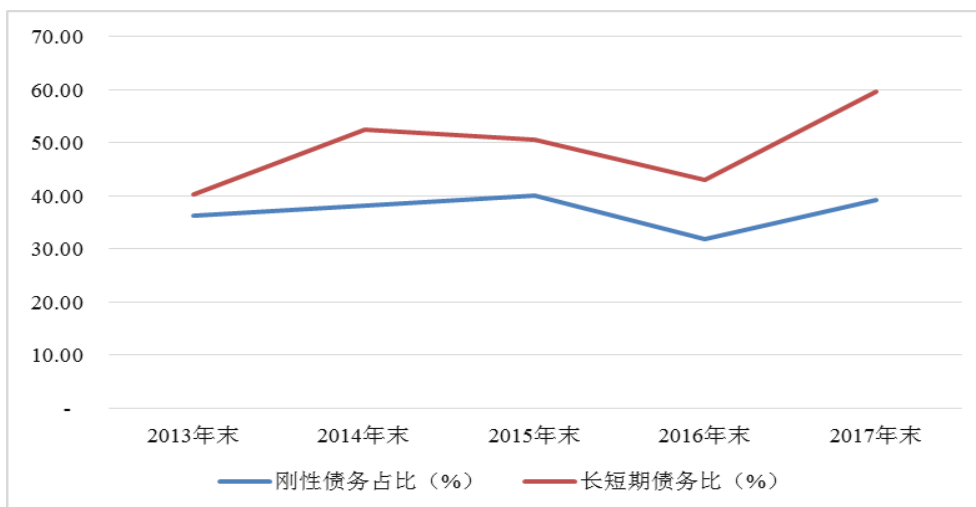
近三年，随着该公司项目建设的推进和调整，负债规模有所波动，2015-2017年末公司负债总额分别为102.16亿元、157.83亿元和118.54亿元；资产负债率分别63.95%、69.05%和54.90%。2017年，公司处置部分子公司股权，部分子公司不再纳入合并范围，导致负债经营程度有所下降。

得益于盈利的不断积累，该公司资本实力快速增强，2015-2017年末所有者权益分别为57.60亿元、70.75亿元和97.39亿元，年均增幅超过15%。但公司净资产的稳定性较弱，2017年末未分配利润为91.09亿元，占所有者权益的比例超过90%，而实收资本占比仅为3.95%。2015-2017年公司现金分红金额分别为1.96亿元、3.21亿元和9.00亿元，截至2018年4月，上述现金红利均已分配完毕。未来如果股东要求大额现金分红，或将对公司权益资本稳定性产生不利影响。



## (2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
刚性债务 (亿元)	35.82	37.04	41.04	50.36	46.54
应付账款 (亿元)	10.43	13.00	16.44	11.10	10.94
预收账款 (亿元)	20.88	13.47	10.34	8.46	3.75
其他应付款 (亿元)	20.22	20.15	19.49	37.27	43.60
刚性债务占比 (%)	36.35	38.19	40.17	31.90	39.26
应付账款占比 (%)	10.58	13.40	16.09	7.03	9.23
预收账款占比 (%)	21.19	13.88	10.12	5.36	3.17
其他应付款占比 (%)	20.52	20.77	19.08	23.61	36.78

资料来源：根据国华置业所提供数据绘制

从债务期限结构来看，2015-2017 年末，该公司长短期债务比分别为 50.70%、43.14%和 59.63%，债务期限结构偏短期。跟踪期内，公司流动负债规模大幅减少，债务结构有所优化。

该公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收账款、应交税费和其他应付款构成。2017 年末，应付账款账面价值为 10.94 亿元，较上年末小幅下降 1.49%，主要系应付建造工程款结算；预收款项主要为预收售房款，近年随项目收入结转而逐步减少，近三年分别为 10.34 亿元、8.46 亿元和 3.75 亿元；同年末，公司其他应付款账面价值为 43.60 亿元，较上年末上升 16.99%，主要包括 14.66 亿元预提土地增值税及 24.91 亿元往来款。其中往来款主要为应付华贸水世界的关联往来款 19.87 亿元。此外，公司的应交税金数额较大，近三年分别为 13.70 亿元、13.40 亿元和 11.64 亿元，主要来自于惠州华贸中心、北京华贸中心公寓及写字楼的物业销售计提的应纳税金，因上述项目规模较大，整体决算尚未完成，造成项目整体税金清算缴纳工作滞后。公司目前正在安排就以上物业销售产生的当期税金与税务机关进行税务清算，但税务清算的相关工作需要较长时间才能完成。

### (3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>8.17</b>	<b>4.62</b>	<b>7.73</b>	<b>3.06</b>	<b>2.51</b>
其中：一年内到期非流动负债	7.88	3.81	6.56	2.51	1.99
其他短期刚性债务	0.29	0.80	1.16	0.55	0.51
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>27.64</b>	<b>32.43</b>	<b>33.31</b>	<b>47.29</b>	<b>44.03</b>
其中：长期借款	27.64	32.43	33.31	32.44	29.14
应付债券	-	-	-	14.86	14.89
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>5.20%</b>	<b>6.08%</b>	<b>6.15%</b>	<b>5.76%</b>	<b>5.60%</b>

资料来源：根据国华置业所提供数据整理

刚性债务为该公司债务的重要组成部分，2015-2017 年末分别为 41.04 亿元、50.36 亿元和 46.54 亿元，占负债总额的比例分别为 40.17%、31.90% 和 39.26%。近三年末，公司刚性债务主要为一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券。2017 年末，一年内到期的非流动负债较上年末减少 20.57% 至 1.99 亿元，长期借款较上年末减少 10.16% 至 29.14 亿元。公司借款均用自有物业或土地进行抵押，金额最大的一笔为平安资产管理有限责任公司设立的 16 亿元债权投资计划，年利率 7.35%，将于 2024 年 5 月到期。2017 年末，公司应付债券余额为 14.89 亿元，主要系 2016 年发行的 15 亿元公司债券。

该公司的综合融资成本逐年下降，总体处于相对合理水平，2015~2017 年度分别为 6.15%、5.76% 和 5.60%。2017 年末，公司 1-2 年及 5 年以上的刚性债务金额分别为 15.00 亿元和 24.95 亿元，占刚性债务总额比重为 32.51% 和 54.07%。由于 15 亿元公司债券将于 2019 年回售到期，公司面临一定的债务集中偿付压力。

图表 28. 公司 2017 年末主要刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
4%~5%（不含 5%）	1.29	15.00	0.32	3.88	2.17
5%~6%（不含 6%）	0.70	-	-	-	6.78
6%~7%（不含 7%）	-	-	-	-	-
7%及以上	-	-	-	-	16.00
<b>合计</b>	<b>1.99</b>	<b>15.00</b>	<b>0.32</b>	<b>3.88</b>	<b>24.95</b>

资料来源：国华置业

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期 (天)	2,251.44	1,811.31	2,208.81	1,242.10	1,848.53
营业收入现金率 (%)	121.12	77.29	91.68	120.62	93.41
业务现金收支净额 (亿元)	14.49	5.06	9.21	27.54	7.00
其他因素现金收支净额 (亿元)	6.27	-4.40	-1.63	-22.40	14.51
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	20.76	0.66	7.57	5.14	21.51
EBITDA (亿元)	12.74	12.64	11.68	17.05	42.18
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.36	0.35	0.30	0.37	0.87
EBITDA/全部利息支出 (倍)	4.98	5.04	4.08	5.26	14.16

资料来源：根据国华置业所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015-2017 年，该公司营业周期分别为 2,208.81 天、1,242.10 天和 1,848.53 天。2017 年，公司处置蔚蓝海岸及东滩花园项目导致存货减少，但由于收入结转规模降幅更大，存货周转及应收账款周转速度大幅放缓，推动营业周期显著拉长。公司房地产销售资金回笼和收入结转具有非同步性，营业收入现金率呈现出一定的波动。2015-2017 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 7.57 亿元、5.14 亿元和 21.51 亿元。2017 年，经营性现金大幅净流入，主要系收到其他与经营活动有关的现金增加以及支付其他与经营活动有关的现金减少所致。近三年，公司收到其他与经营活动有关的现金规模较大且逐年增长，主要来自于联营公司华贸水世界的经营性往来款、代收业主收房缴纳的契税、公共维系基金，租赁业务收取的租赁保证金、押金等。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出组成。2015-2017 年，EBITDA 分别为 11.68 亿元、17.05 亿元和 42.18 亿元。跟踪期内，由于利润总额快速增长，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖倍数显著提升，2017 年分别为 0.87 倍和 14.16 倍。

#### (2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
收回投资与投资支付净流入额	-0.36	-0.60	-0.44	-20.55	-20.22
其中：理财产品投资回收与支付净额	0.00	0.00	0.00	0.23	1.29
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.14	-0.05	-0.03	-0.04	-0.09
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-6.23	-1.92

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
投资环节产生的现金流量净额	-0.51	-0.65	-0.47	-26.82	-22.22

资料来源：根据国华置业所提供数据整理

该公司近三年投资性现金表现为持续净流出状态，2015-2017年分别为-0.47亿元、-26.82亿元和-22.22亿元。2016年投资活动产生的现金大幅净流出，主要系期末投资理财理财产品尚未收回的本金支出20.79亿元以及划分为持有待售资产导致现金资产减少6.23亿元所致。2017年，由于处置部分子公司股权收到现金净额11.93亿元以及取得投资收益收到的现金增加3.21亿元，公司投资性现金净流出规模较上年减少17.13%。

### (3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
权益类净融资额	0.30	0.01	-0.00	-0.00	-3.16
债务类净融资额	-24.48	-1.41	1.26	27.18	-11.93
其中：现金利息支出	2.70	2.17	2.37	3.93	4.74
其他类净融资额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资环节产生的现金流量净额	-24.17	-1.40	1.26	27.18	-15.08

资料来源：根据国华置业所提供数据整理

2015-2017年，该公司筹资活动现金流量净额分别为1.26亿元、27.18亿元和-15.08亿元。2016年公司发行15亿元公司债券以及增加金融机构借款，筹资性现金大幅净流入。2017年，筹资性现金由净流入转为净流出状态，主要系取得借款和发行债券产生的现金大幅减少以及偿付利息支出的现金增加所致。

## 4. 资产质量

图表 32. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	102.08	108.89	124.53	195.33	171.03
	73.35%	74.21%	77.95%	85.46%	79.21%
其中：现金类资产（亿元）	10.28	8.89	17.25	22.75	6.95
存货（亿元）	81.13	86.30	93.61	58.69	55.39
其他应收款（亿元）	8.32	11.56	12.28	36.77	53.27
其他流动资产（亿元）	0.00	0.01	0.01	21.17	50.86
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	37.09	37.84	35.22	33.25	44.90
	26.65%	25.79%	22.05%	14.54%	20.79%
其中：投资性房地产（亿元）	22.77	21.57	20.68	19.40	18.09
固定资产	4.63	4.33	3.90	3.69	3.59
长期股权投资（亿元）	4.73	6.19	4.48	4.65	17.10

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	17.79	23.91	23.16	18.18	18.77
期末抵质押融资余额 (亿元)	17.06	20.68	26.43	25.16	31.14
受限资产账面余额/总资产 (%)	12.78	16.30	14.50	7.95	8.69

资料来源：根据国华置业所提供数据整理。

2015-2017 年末，该公司资产总额分别为 159.75 亿元、228.58 亿元和 215.93 亿元，同期末流动资产占比分别为 77.95%、85.46% 和 79.21%，以流动资产为主的资产结构与公司业务性质相符。

该公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货及其他流动资产组成。2017 年末，货币资金账面价值为 6.95 亿元，较上年末减少 69.45%，主要系公司使用银行存款购买理财产品所致。存货账面价值为 55.39 亿元，较上年末基本持平，其中开发成本为 31.52 亿元，主要系苏州项目的土地储备。其他应收款规模较大且逐年增长，2017 年末账面价值为 53.27 亿元，较上年末增长 44.88%，主要由关联方往来款、非关联方往来借款及员工备用金构成。其中应收合营企业上海揽海往来借款 15.00 亿元；应收股东 GH 款项 8.70 亿元；应收间接控股股东 Huamao Property Holdings Ltd. 往来借款 10.14 亿元，借款年利率为 1.00%；应收北京润泽信达投资信息咨询有限公司<sup>7</sup>往来借款 5.52 亿元。2017 年末，其他应收款较上年末增长 44.88%，主要系公司处置部分子公司股权，其他应收款不能合并抵消，以及关联方往来款增加所致。同期末，公司其他流动资产较上年末大幅增长 140.26% 至 50.86 亿元，主要系购买理财产品增加所致。2017 年末公司理财产品余额为 50.34 亿元，其中购买银行理财产品 32.34 亿元，以非保本浮动收益性产品为主，期末认购金额合计 11.62 亿元，占理财产品总额比重为 23.08%。此外，公司认购张家口富利嘉房地产开发有限公司非公开发行定向资产交易工具 18 亿元，收益率为 10%，公司面临较大的理财产品收益波动风险。

2017 年末，该公司非流动资产总额为 44.90 亿元，主要由长期股权投资、投资性房地产及固定资产构成。其中，长期股权投资为 17.10 亿元，主要包括对华贸水世界的股权投资额 2.43 亿元、对上海揽海的投资额 11.06 亿元及对秦皇岛项目的投资额 1.91 亿元。公司投资性房地产主要为用于租赁的写字楼及商铺等资产，以成本入账，2017 年末账面价值为 18.09 亿元。根据 Savills Valuation and Professional Services Limited 出具的评估报告，2017 年末评估值超过 130 亿元。此外，公司固定资产账面价值为 3.59 亿元，较上年末基本持平，其中房屋建筑物占比超过 90%。

截至 2017 年末，该公司受限资产账面价值合计 18.77 亿元，占公司资产总额的 8.69%，对公司资产流动性影响不大。其中，受限货币资金 4.08 亿元，主要用于质押担保；受限投资性房地产 14.69 亿元，主要用于贷款抵押。

<sup>7</sup> 北京润泽信达投资信息咨询有限公司为公司股东，持股比例为 3%。

**图表 33. 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元）**

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	4.08	质押担保
投资性房地产	14.69	抵押贷款
合计	18.77	-

资料来源：国华置业

## 5. 流动性/短期因素

**图表 34. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率（%）	145.29	171.20	183.71	177.15	230.32
速动比率（%）	27.37	33.54	44.44	123.86	150.03
现金比率（%）	14.62	13.98	25.44	20.63	9.36

资料来源：根据国华置业所提供数据整理

跟踪期内，该公司流动负债大幅减少，流动性指标有所优化。2017 年末流动比率及速动比率分别为 230.32% 和 150.03%，较上年末分别提升 53.17 个百分点和 26.16 个百分点。同期末，公司使用银行存款购买理财产品导致货币资金有所减少，现金比率较上年末下降 11.27 个百分点至 9.36%。

## 6. 表外事项

按照行业惯例，该公司为购房者的银行按揭提供阶段性担保，2017 年末担保余额为 4.59 亿元。

2017 年 4 月 25 日，该公司持有 40% 股权的华贸水世界发行天风-华贸 SKP 资产支持专项计划，发行金额为 52 亿元，期限 18 年，每三年启动开放程序。公司作为此次专项计划的增信主体之一，将持有的 40% 的华贸水世界股权质押给昆仑信托有限责任公司，质押股权账面价值 3.13 亿元，涉及担保金额 3.13 亿元。同时，公司按照股权比例承担 40% 的流动性支持义务，涉及金额 20.80 亿元。华贸水世界目前经营情况正常。2017 年末资产总额为 63.78 亿元，所有者权益为 7.74 亿元；全年实现营业收入 7.26 亿元，净利润 2.95 亿元。经营活动产生的现金流量净额为-34.25 亿元。此外，2017 年 5 月 8 日，公司为 Huamao Property Holdings Ltd. 提供质押担保 3.67 亿元。

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 27.60 亿元，其中流动性支持义务金额 20.80 亿元，质押担保 6.80 亿元。2017 年新增担保规模为 24.82 亿元，超过上年末净资产的 30%，公司代偿风险显著加大。

## 7. 集团本部财务质量

该公司集团本部主要承担融资职能以及少量物业租赁业务。2017 年末，本部资产合计 202.91 亿元，主要由货币资金、其他应收款及长期股权投资构

成。其中货币资金余额为 6.93 亿元，占合并口径货币资金比重 99.77%；其他应收款余额为 153.79 亿元，主要为应收子公司及关联方款项；长期股权投资为 6.04 亿元。公司债券融资主要由公司本部负责，2017 年末，本部负债合计 156.08 亿元，其中一年内到期的非流动负债为 1.29 亿元，长期借款为 23.87 亿元，应付债券为 14.89 亿元。2017 年，公司本部实现营业收入 5.79 亿元，净利润 21.86 亿元；经营性现金净流量为-7.81 亿元。整体来看，公司有息债务集中于集团本部，本部偿债资金主要来源于下属子公司房地产去化及物业租赁现金流。

## 外部支持因素

截至 2017 年末，该公司已获取金融机构综合授信额度 41.00 亿元，尚未使用额度为 2.00 亿元，后续信贷融资空间有限。

**图表 35. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	已使用额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	41.00	39.00	4.41%-7.35%	华贸天地商城及土地抵押等
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	7.50	7.50	基准利率上浮 5%	华贸天地商城及土地抵押等
其中：大型国有金融机构占比（%）	18.29	19.23	-	-

资料来源：根据国华置业所提供数据整理（截至 2017 年末）

## 跟踪评级结论

该公司自持物业位置较优越，总体出租率及租金均保持在较好水平，为公司带来稳定的收入及现金流入。公司物业销售收入波动较大，且部分项目位于三线城市或开发别墅类产品，面临较大的存货去化压力。公司部分项目土地成本较低，具有较高的利润空间和较大的价格弹性，对公司盈利能力形成支撑。

该公司总体盈利能力处于较好水平。2017 年，受益于投资收益大幅增长，公司净利润规模扩大，资产收益能力有所提升。由于公司转让部分子公司股权，负债规模及财务杠杆水平有所降低。公司存货周转速度偏慢，但经营性物业公允价值远高于账面价值，资产总体质量较好。此外，公司未分配利润占比较高，或面临较大的分红压力。

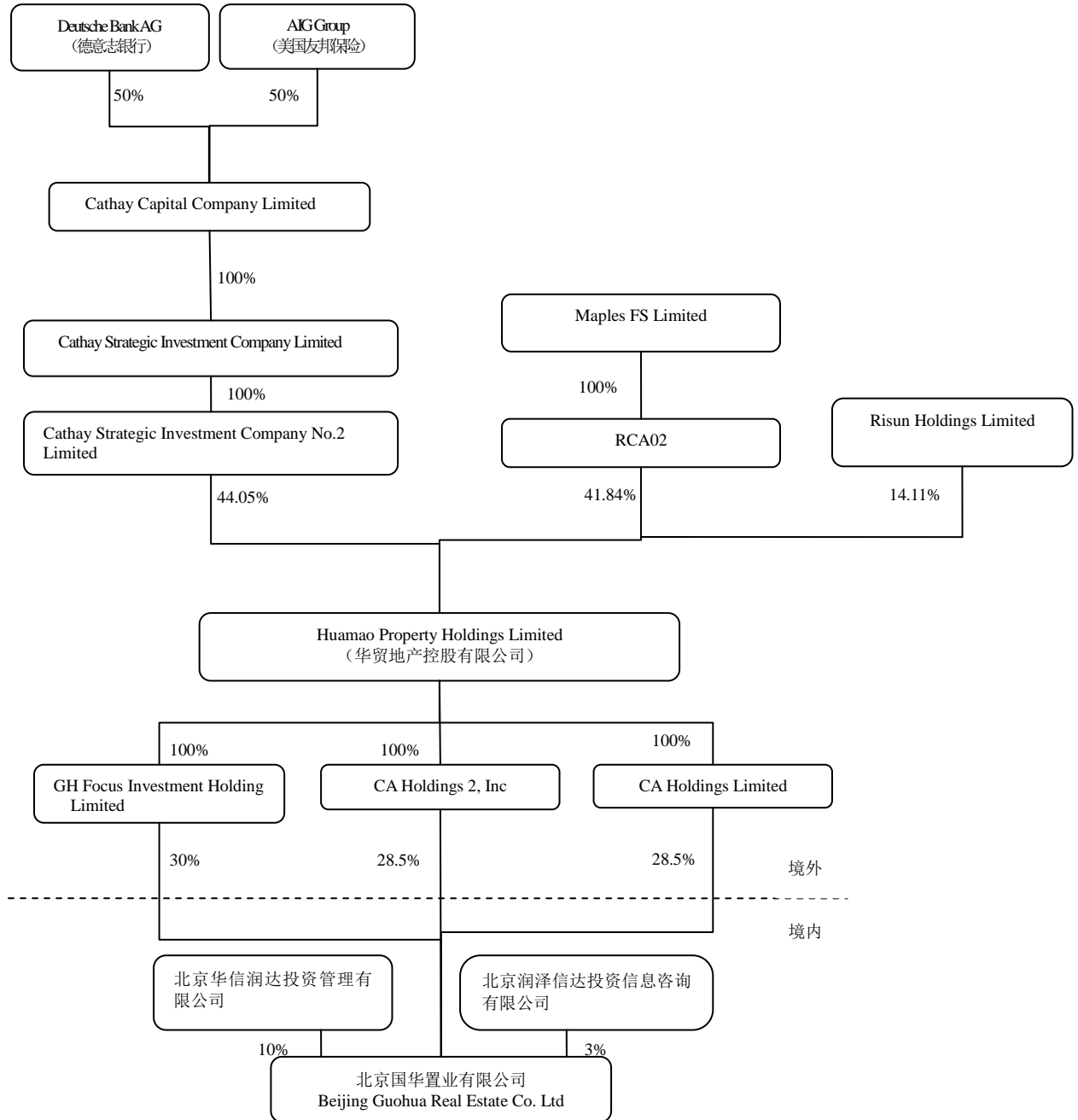
本评级机构仍将持续关注：（1）该公司房地产项目销售进度和资金回笼情况；（2）公司在建及拟建项目投资需求较大，关注未来资金支出压力；（3）公司债务规模的增长及偿债压力变化情况；（4）公司未来分红安排；（5）公

司关联方占款风险；（6）理财产品投资风险；（7）对外担保风险。



附录一：

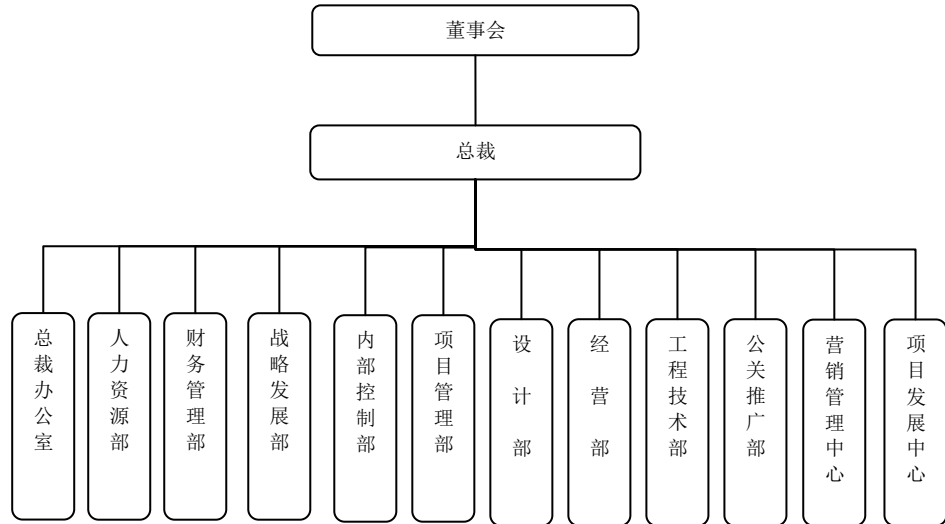
公司股权结构图



注：根据国华置业提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据国华置业提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

名称			母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
全称	简称	与公司的关系			刚性债务 余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
北京国华置业有限公司	国华置业	本级	-	物业销售及租赁	40.55	46.83	5.79	21.86	-7.81	24.38	母公司口径
北京华贸奥苑房地产开发有限公司	华贸奥苑	核心子公司	100	物业运营	11.10	15.23	0.61	0.34	0.65	0.31	
北京华贸置业有限公司	华贸置业	核心子公司	100	地产开发、工程监理、 酒店运营等	3.38	0.097	0	0.02	0.95	0.02	
拉萨经济技术开发区润津商务咨询有限公司	拉萨润津	核心子公司	100	地产开发、投资管理	0.00	10.10	0.51	8.83	17.79	15.34	
惠州市华贸兴业房地产开发有限公司	惠州华贸	核心子公司	100	地产开发、物业管理等	0.00	2.1	8.64	1.13	0.99	1.69	
惠州市嘉和兴业投资有限公司	惠州嘉和	核心子公司	100	地产开发	0.00	1.02	0.00	0.00	0.00	0.00	
苏州泓业房地产开发有限公司	苏州泓业	核心子公司	100	地产开发	12.00	0.00	0.00	0.00	-12.04	0.00	
苏州淳基房地产开发有限公司	苏州淳基	核心子公司	100	地产开发	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
苏州润兴房地产开发有限公司	苏州润兴	核心子公司	100	地产开发	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
苏州润宇房地产开发有限公司	苏州润宇	核心子公司	100	地产开发	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
苏州鑫润酒店发展有限公司	苏州鑫润	核心子公司	100	酒店运营	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
秦皇岛润秦房地产开发有限公司	润秦地产	核心子公司	100	地产开发、酒店运营等	0.00	3.11	1.29	-0.12	-0.13	0.31	
秦皇岛北戴河莲蓬房地产开发有限公司	莲蓬地产	核心子公司	100	地产开发、酒店运营等	0.00	1.93	0.08	-0.05	-0.06	-0.05	

名 称			母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
全称	简称	与公司的关系			刚性债务 余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
北京华贸水世界商城发展有限公司	华贸水世界	重要合营公司	40.00	物业租赁等	52.00	7.74	7.26	2.95	-34.25	6.51	国华置业持股 比例为 40%

注 1：根据国华置业 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

注 2：华贸奥苑和苏州泓业的刚性债务中大部分是委托贷款，放贷方为国华置业全资子公司拉萨润津，因此在合并口径中予以抵消。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	159.75	228.58	215.93
货币资金 [亿元]	17.25	22.75	6.95
刚性债务[亿元]	41.04	50.36	46.54
所有者权益 [亿元]	57.60	70.75	97.39
营业收入[亿元]	29.17	45.15	24.70
净利润 [亿元]	7.87	13.15	36.20
EBITDA[亿元]	11.68	17.05	42.18
经营性现金净流入量[亿元]	7.57	5.14	21.51
投资性现金净流入量[亿元]	-0.47	-26.82	-22.22
资产负债率[%]	63.95	69.05	54.90
权益资本与刚性债务比率[%]	140.35	140.49	209.28
流动比率[%]	183.71	177.15	230.32
现金比率[%]	25.44	20.63	9.36
利息保障倍数[倍]	4.01	5.18	14.09
担保比率[%]	—	29.17	33.05
营业周期[天]	2,208.81	1,242.10	1,848.53
毛利率[%]	48.82	50.25	54.27
营业利润率[%]	34.94	31.66	155.68
总资产报酬率[%]	7.49	8.66	18.89
净资产收益率[%]	14.67	20.49	43.06
净资产收益率*[%]	14.45	20.37	43.23
营业收入现金率[%]	91.68	120.62	93.41
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.53	5.78	23.32
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.13	-16.68	-0.52
EBITDA/利息支出[倍]	4.08	5.26	14.16
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.37	0.87

注：表中数据依据国华置业经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益资本/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)=(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

**附录五：**

**评级结果释义**

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。