

信用等级公告

联合[2017] 168号

联合资信评估有限公司通过对泰禾集团股份有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

泰禾集团股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

泰禾集团股份有限公司

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月二十八日



泰禾集团股份有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 15 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 用于偿还借款或项目开发建设等

评级时间: 2017 年 6 月 28 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.17	46.22	95.13	244.12
资产总额(亿元)	623.95	847.82	1223.65	1461.36
所有者权益(亿元)	67.22	170.68	217.16	219.80
短期债务(亿元)	156.32	117.93	188.19	268.40
长期债务(亿元)	233.62	331.15	566.89	721.37
全部债务(亿元)	389.94	449.08	755.08	989.77
营业收入(亿元)	83.72	148.13	207.28	44.12
利润总额(亿元)	9.47	16.78	23.10	3.25
EBITDA(亿元)	10.10	19.75	27.11	--
经营性净现金流(亿元)	-166.26	-23.51	-101.41	-59.25
营业利润率(%)	22.15	20.51	14.93	15.20
净资产收益率(%)	10.60	7.41	7.89	--
资产负债率(%)	89.23	79.87	82.40	84.96
全部债务资本化比率(%)	85.30	72.46	77.66	81.83
流动比率(%)	189.50	223.81	248.01	256.86
经营现金流动负债比(%)	-51.78	-7.12	-23.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	38.62	22.74	27.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.22	0.33	0.48	--

注: 2014 年及 2015 年财务数据为当年审计报告数据; 2017 年一季度财务数据未经审计; 现金类资产已扣除使用受限的货币资金; 公司 2016 年底及 2017 年 3 月底所有者权益中分别包含 37.69 亿元、37.56 亿元的永续债及可续期委托贷款。

分析师

韩家麒 刘艳婷

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

泰禾集团股份有限公司(以下简称“公司”或“泰禾集团”)为从事房地产开发及运营的民营上市公司。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在行业地位、品牌影响力及项目运作等方面具备的竞争优势。2015 年, 公司完成非公开发行股票, 有效补充了公司房地产项目的营运资金。同时, 联合资信也关注到, 房地产行业受调控政策影响, 景气度有所波动、公司债务规模大幅增长、债务负担很重、开发资金需求量大等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

未来, 公司将继续深耕一线城市, 随着在售项目及在建拟建项目的持续开盘销售, 公司收入规模有望得到提升, 但面临着债务压力大及项目去化压力大等问题。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 公司拥有国家一级房地产开发资质, 开发经验丰富, 在福建地区房地产市场具备较强的竞争力; 公司近年发展迅速, 销售和收入规模增幅显著。
2. 公司土地储备主要位于一线及核心二线城市, 地理位置良好, 为公司后续发展奠定了良好基础。
3. 公司产品业态丰富, 品牌知名度较高, 推出的“院子系列”和“红系列”在住宅市场具有一定知名度, 商业地产品牌“泰禾广场”在福建区域内具有一定影

响力。

4. 公司 2015 年完成了非公开发行股票工作，募集资金 39.28 亿元，有效补充公司房地产项目的营运资金。

关注

1. 房地产行业受政府政策调控影响较大，行业景气度有所波动，受此影响，公司近期项目销售进度有所放缓，优质高端住宅项目存在一定去化压力，销售区域分布受各地政策影响波动较大。
2. 公司目前存货规模较大，部分项目销售进度慢，未来存在一定去化压力；且存货及投资性房地产受限占比较高，公司资产质量一般，流动性较弱。
3. 公司在建及拟建项目未来资金需求较大，土地购置支出保持较大规模，经营活动净现金流持续为负且波动大，对外融资压力大。
4. 公司负债水平高且快速增长，债务规模持续大幅增加，整体债务负担很重。
5. 公司所有者权益中，由于存货转入投资性房地产入账增值产生的其他综合收益占比较高。
6. 公司 2018~2020 年到期偿还的债务金额较大，存在一定集中偿付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由泰禾集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

泰禾集团股份有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

泰禾集团股份有限公司（以下简称“公司”或“泰禾集团”），前身为 1992 年 12 月成立的福建三农化学股份有限公司（1999 年更名为福建三农集团股份有限公司，以下简称“福建三农”），注册资本 6352.00 万元。1997 年福建三农在深圳证券交易所主板上市（股票代码：000732.SZ，股票简称：“福建三农”），控股股东三明市国有资产管理局持股比例为 22.28%。

2010 年 2 月，中国证券监督管理委员会证监许可（2010）213 号文核准福建三农向泰禾投资集团有限公司（以下简称“泰禾投资”）发行新股 7.84 亿股，注册资本增至 10.17 亿元，控股股东变更为泰禾投资，同时主营业务由农药化工变更为房地产开发业务；2011 年 7 月，公司名称变更为泰禾集团股份有限公司；2011 年 8 月公司股票简称变更为“泰禾集团”。2015 年 9 月，公司完成非公开发行股票 2.27 亿股，总股本增至 12.44 亿股。截至 2017 年 3 月底，公司总股本 12.44 亿股，控股股东泰禾投资持股比例为 48.97%，黄其森先生为实际控制人。

公司经营范围：房地产开发经营；本公司商标特许经营；酒店管理；物业管理；园林绿化工程的设计、施工；商业物资供销（专营、专控、专卖及专项审批的商品除外）；对外贸易；技术开发及技术转让；对第一产业、第二产业及第三产业的投资及投资管理；营养健康咨询服务；金融信息服务；企业管理咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2016 年底，公司下设财务部、招商部、营销管理部、成本部等 17 个职能部门；

纳入合并报表范围的子公司共 135 家。

截至 2016 年底，公司（合并）总资产 1233.65 亿元，所有者权益 217.16 亿元（含少数股东权益 37.15 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 207.28 亿元，利润总额 23.10 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1461.36 亿元，所有者权益 219.80 亿元（含少数股东权益 38.61 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 44.12 亿元，利润总额 3.25 亿元。

公司注册地址：福建省三明市梅列区徐碧；法定代表人：黄其森。

二、本期中期票据概况

公司于 2017 年注册总金额为 35 亿元的中期票据，本期计划发行 2017 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 15 亿元，期限 3 年，还本付息方式为按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金将用于偿还借款或项目开发建设等。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者

购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；

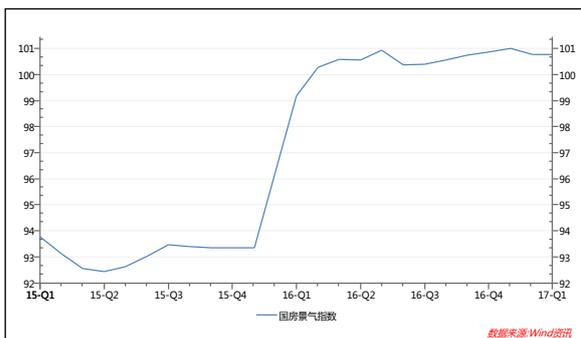
消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业分析

2015年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016年9月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图1 2015年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市1-11月房价累计涨幅达22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市1-11月房价累计涨幅13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市2016年1~11月房价累计增长10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、

限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市 2017 年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016 年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09% 和 16.92%，其中房地产贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.60 万亿元，较上年增加 0.84 万亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。2016 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.68 万亿元，同比增长 27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款 5.67 万亿元，较上年增加 2.07 万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、

东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016 年 12 月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方

政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017 年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017 年 3 月以来，已经有 18 个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分 16 年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

行业竞争

2016 年，销售额超过百亿元的房企达到 131 家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016 年百强房企的市场占有率为 40.8%，销售额增速为 52.5%，行业集中度加速提升，而其中 top30 的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016 年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016 年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016 年 9 月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，

三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

2. 区域经济

近三年，公司销售及重点开发项目主要集中在北京地区和福建地区。

北京市是中华人民共和国的首都，全国政治、文化和国际交往中心，也是中国陆空交通的总枢纽。北京市位于华北平原北端，东南局部地区与天津市相连，其余为河北省所环绕。

根据《北京市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，北京市全年实现地区生产总值 24899.3 亿元，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 129.6 亿元，下降 8.8%；第二产业增加值 4774.4 亿元，增长 5.6%；第三产业增加值 19995.3 亿元，增长 7.1%。

房地产开发方面，2016 年，北京市完成房地产开发投资 4045.4 亿元，比上年下降 4.3%。其中，住宅投资 1950.9 亿元，比上年下降 0.6%；办公楼投资 699.1 亿元，下降 22.9%；商业、非公益用房及其他投资 1395.5 亿元，增长 2.8%。

同期，北京市全市居民人均消费支出达到 35416 元，比上年增长 4.8%；城镇居民人均消费支出达到 38256 元，比上年增长 4.4%；农村居民人均消费支出达到 17329 元，比上年增长 9.6%。

伴随着北京市经济稳步发展，其财政实力进一步增强。2016 年，北京市完成一般公共预算收入 5081.3 亿元，比上年同口径增长 7.5%。其中，增值税 1214.3 亿元，增长 69.6%；

营业税 584.4 亿元，下降 50.7%；企业所得税和个人所得税分别为 1095.2 亿元和 571.3 亿元，分别增长 6.9%和 19.5%。一般公共预算支出 6406.7 亿元，增长 11.7%。其中，用于住房保障、节能环保、交通运输、城乡社区的支出分别增长 2 倍、19.8%、19.6%和 12.5%。稳健的财政收入为城市建设奠定了良好的经济基础。

从北京市优良且日趋增长的财政收入水平以及相对发达的经济发展水平上看，北京市强劲的经济实力对于自身城市建设起到了有力支撑作用，也为企业的业务发展创造了广阔的发展空间。

福建地区

福建地处台湾海峡西岸，面对台湾，毗邻港澳，是中国最早实施对外开放政策的省份之一，是中国面向亚太地区的主要窗口之一。

根据《福建省 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，福建省实现地区生产总值 28519.15 亿元，比上年增长 8.4%。其中，第一产业增加值 2364.14 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 13912.73 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 12242.28 亿元，增长 10.7%。人均地区生产总值 73951 元，比上年增长 7.5%。全年全社会固定资产投资 22927.99 亿元，比上年增长 9.3%。

房地产开发方面，2016 年，福建省完成房地产开发投资 4588.83 亿元，比上年增长 2.7%。其中，住宅投资 2999.29 亿元，同比增长 4.7%；办公楼投资 339.01 亿元，同比增长 3.4%；商业营业用房投资 590.95 亿元，同比下降 11.9%。

福建地区是中国重点经济区域，集中了全国的优质服务资源，区域承接力度较强，房地产整体投资、开发、成交规模较大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司股本 12.44 亿元，其中泰禾投资持股 48.97%，为公司控股股东。黄其森作为泰禾投资实际控制人，直接和间接对公司持股共 49.12%，为公司实际控制人。

公司控股股东泰禾投资将持有的部分公司股份质押用以融资需求，所质押股份占公司总股本的 47.72%；公司第一大股东一致行动人将持有的公司股份全部质押用以融资需求。

2. 企业规模

公司拥有国家一级房地产开发资质，在房地产行业有着十多年的房地产项目开发经验，业务范围近年拓展至北京、上海等一线城市，同时公司通过不断提升自身品牌地位和行业影响力，逐渐形成符合自身特点的核心竞争力。

公司目前房地产开发项目遍及福建本土、以北京为中心的“京津冀”地区以及以上海为中心的“长三角”地区，近些年，公司已将项目拓展至深圳等华南区域。公司拥有较丰富的产品线，目前包括普通住宅、高等公寓、甲级办公楼和综合体等产品线。公司坚持走差异化、精品化路线，形成了一整套成熟的品牌体系。住宅地产方面，公司目前拥有以泰禾“院子”、泰禾“红”系列为核心品牌的住宅地产产品，“院子”系列为新中式院落别墅，其中“中国院子”于 2013 年和 2014 年连续获得“亚洲十大超级豪宅”称号；商业地产方面，目前公司拥有以“泰禾广场”为核心品牌的商业地产产品，其中福州市东二环泰禾广场获“海西最具竞争力商业综合体”等，福州市五四北泰禾广场荣获“2014 福建省优秀商业地产”等荣誉。

总体看，公司拥有丰富的房地产项目开

发经验，形成了较丰富的产品线，成熟的品牌体系核心竞争力，以及较高的行业影响力。

3. 人员素质

截至 2017 年 3 月底，公司拥有高级管理人员 9 名，其中总经理 1 名，副总经理 7 名，董事会秘书 1 名，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长黄其森先生，1965 年出生，大学本科，工程师。曾任职于建设银行福建省分行。1996 年至今担任泰禾（福建）集团有限公司（以下简称“泰禾福建”）执行董事、法定代表人；泰禾投资执行董事、法定代表人。2010 年 3 月至今任公司董事长兼总经理。同时，还兼任第十二届全国政协委员、福建省商会副会长、福建海峡银行董事等社会职务。

公司副总经理兼财务总监罗俊先生，1972 年出生，经济学硕士，北京注册会计师协会会员，并具有中国会计师职称。历任国内会计师事务所审计部高级经理、首创置业股份有限公司财务部总经理、副总裁等职。现任公司控股股东泰禾投资董事。

截至 2017 年 3 月底，公司拥有在职员工 7798 人；按教育程度划分，研究生及以上学历占比 4.4%，大专以上学历占比 55.8%，高中以下学历占比 39.8%；按年龄划分，50 岁以上占比 2.4%，30 至 50 岁占比 53.4%，30 岁以下占 44.2%。

总体看，公司管理层行业及管理经验丰富，员工素质符合公司行业特点。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等的要求，制定了《公司章程》，建立了包括股东大会、董事会、监事会和经营管理层的法人治理结构。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等事项。公司董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 人，董事会成员中包括 3 名独立董事。董事会会议有过半数董事出席方可举行，表决实行一人一票制，作出决议必须经全体董事过半数通过。公司董事会的职能包括制定公司基本管理制度以及管理公司信息披露事项等。公司设立监事会，根据公司章程，监事会对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表的比例不低于三分之一。监事会设监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司设总经理 1 名，主要负责组织实施公司年度经营计划和投资方案等；副总经理 7 名，由董事会聘任或解聘；公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。

总体看，公司法人治理结构比较完善，运行情况较好。

2. 管理水平

公司目前设立了财务部、营销管理部等 17 个职能部门（见附件 1-2），各部门职能清晰，权责分明。在资金管理、运营管理、采购管理、项目管理以及内部监督等方面公司建立了一系列规章制度，根据发展情况，不断更新和完善相关制度，保障公司健康平稳运行。

在资金管理方面，公司制订了《泰禾集团资金管理制度》，明确公司资金管理和结算要求，加强资金业务管理和控制，在提高资金使用率的同时降低使用成本，保证资金安全。公司的融资业务由总部资金管理部门统一管理，各子公司银行账户开户销户均需要资金部门审批确认；对外融资也由资金管理部门统一安排；付款方面，资金管理部门通过定期编制月动态资金计划以加强资金管

理的计划性，并对子公司的资金计划完成情况进行跟踪，及时调整资金安排。

在运营管理方面，公司通过运营管理中心计划运营部，重点加强项目总控计划编制、审批、执行和监控，严控项目开发建设的里程碑节点、过程监控、动态跟踪，并结合月度运营会议、完善项目启动会、阶段成果评审会等会议管理体系，及时掌握项目动态，强化过程有效监督及持续跟踪，确保公司有效、有力地推进项目开发进度。

在采购管理方面，公司制定了《泰禾集团采购管理制度》，对采购业务的相关部门、岗位均制定了严格的岗位责任制，在请购与审批、询价、招标与确定供应商、订购合同的审核与签订、采购、验收与相关会计记录、付款申请、审批与执行等环节明确了各自的权责及相互制约要求与措施。在供应商管理方面，公司制定了有效的管理制度，对供应商选择、供应商审计、供应商资质管理等均做了明确的规定；在供应商账款管理方面，公司对货款的支付制定了相关的管理规定及签批流程。

在项目管理方面，公司制订了《泰禾集团项目设计工作制度》、《泰禾集团项目预算制度》、《泰禾集团项目开发工作制度》和《泰禾集团工程项目管理制度》等在内的工程管理制度，规范了项目可研、项目拿地、项目设计、项目实施、项目验收结算等关键控制环节，加强了对工程成本管理，保证各工程项目的顺利实施。在投资管理方面，公司依据《公司章程》及国家相关规定制订了《对外投资管理制度》，规范了对外投资的审批权限及决策程序，强化了投资方案的落实。

在内部监督方面，公司根据《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》的有关规定，并结合公司实际情况，持续完善内部控制体系，在公司经营过程中，不断强化现有各项目监控跟进，确保内控工作得

以有效执行，监督促进各项目稳定推进。

公司内部管理制度较为健全，内部控制水平较高，能够为公司的项目管理和日常运营提供一定保障。

七、重大事项

1. 完成非公开发行股票

经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）的核发《核准泰禾集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2015】1812号），公司于2015年9月向特定对象非公开发行22727.27万股，每股发行价为人民币17.60元，募集资金净额为39.28亿元。此次募集资金将用于福州东二环泰禾广场东区项目、厦门院子项目和宁德红树林项目的建设，以及偿还金融机构借款。

总体看，此次非公开发行有效补充公司房地产项目的营运资金，有助于在建项目的顺利开发，对公司市场竞争力和未来盈利能力起到了很好的支持作用，同时替换了部分高成本借款，有效降低了资金成本。

2. 筹划非公开发行股票

根据公司2016年5月17日公告的《2016年度非公开发行A股股票预案》，公司拟采用非公开发行的方式发行A股股票数量不超过53551.92万股，募集资金总额不超过98.00亿元，拟用于北京大兴中央广场项目、北京西局西府大院项目、北京昌平南邵项目和深圳尖岗山项目的建设，以及偿还金融机构贷款。结合国内资本市场的变化情况，经公司慎重考虑和研究，2016年9月8日董事会决议将发行股票数量上限由53551.92万股调减至38461.54万股，募集资金总额上限由98.00亿元调减至70.00亿元，募资资金计划用于北京大兴中央广场项目、北京西局西府大院项目、北京昌平南邵项目和深圳尖岗山项目的建设。本次非公开发行的对象为包括公司控股股东泰禾投资在内的不超过10名特定对

象，泰禾投资的认购比例不低于本次非公开发行实际数量的 10%，不超过本次非公开发行实际数量的 30%。按照发行数量上限和泰禾投资认购数量下限测算，本次发行完成后，泰禾投资持有公司股份比例为 39.77%，仍为公司控股股东；黄其森直接和间接持有公司股份比例合计 50.25%，仍为公司实际控制人。本次发行方案已经董事会和临时股东大会审议通过，尚需中国证监会核准。

若本次非公开发行股票成功，公司资本结构将得到优化，整体财务状况将有所改善，有利于进一步提升公司盈利能力。联合资信将持续关注公司本次非公开发行事项的进展。

八、经营分析

1. 经营现状

公司在房地产行业有着十多年的项目开发经验，通过不断提升自身品牌地位和行业影响力，逐渐形成符合自身特点的核心竞争力。目前，公司房地产开发项目遍及福建本土、以北京为中心的“京津冀”地区以及以上海为中心的“长三角”地区，近些年，已将项目拓展至深圳等华南区域。公司拥有较丰富的产品线，包括普通住宅、高等公寓、甲级办公楼和综合体等。公司坚持走差异化、精品化路线，形成了一整套成熟的品牌体系，所推出的“院子系列”和“红系列”在住宅市场具有一定知名度，商业地产品牌“泰禾广场”在福建区域内具有一定影响力。

2014~2016 年，随着房地产开发业务规模持续拓展，公司营业收入呈快速增长趋势，年均复合增长 57.35%；2016 年实现营业收入 207.28 亿元，同比增长 39.93%。公司经营业务以房地产板块为主，占营业收入比重持续保持在 98% 以上，主营业务突出。

分板块来看，房地产业务是公司主要收入来源，2014~2016 年，随着储备项目逐步完

工和结转规模快速增长，房地产板块收入年均复合增长 57.87%；2016 年房地产板块实现收入 204.52 亿元，占营业收入的 98.67%。农药业务收入规模较小，且随公司业务重心调整逐年下降，公司于 2015 年停止农药业务。化工业务方面，公司已退出原化工业务向氟化工转型，2013 年收入来自于原业务库存清理，氟化工业务由公司全资子公司福建三农化学农药有限责任公司组织实施，2016 年产生收入 0.05 亿元。服务业务收入主要来源于物业管理费和北京泰禾俱乐部的住宿及餐饮收入，规模较小，2016 年实现收入 2.33 亿元，随着近年来商业地产项目开业，整体呈增长态势。2015 年，公司新增零售业务，主要运营主体为子公司福州中维实业有限公司（以下简称“中维实业”）和福州盛源德利实业有限公司（以下简称“盛源德利”）；其中中维实业的收入主要系五四北泰禾广场及东二环泰禾广场联营商铺的销售收入，盛源德利的收入主要为自营高端奢侈品牌收入，目前处于试营业状态。2016 年实现零售收入 0.28 亿元。2014 年，公司其他业务收入主要为租赁收入；2015 年随着公司出租项目增多，将租赁收入计入“主营业务收入-房地产行业”中，2015 年其他业务收入主要为子公司福建三农化学农药有限责任公司临时让售原辅材料的收入。

毛利率方面，2014~2016 年，受收入占比较大的房地产业务毛利率下滑影响，公司综合毛利率持续下降，分别为 31.75%、29.90% 和 21.58%。分板块看，2014~2016 年，房地产业务毛利率分别为 31.37%、30.54% 和 21.20%，主要由于利润空间较低的普通住宅项目结转逐渐增多，毛利率水平有所下降。农药业务方面，2014 年，由于退出农药业务，当期销售主要是清理库存商品，毛利率下降至 -17.72%；2015 年，公司已停止农药生产。服务业务方面，2014 年以来，随着公司商业项目的快速增长，服务业收入又增加了泉州

禾商业物业管理有限公司、石狮泰禾商业物业管理有限公司等商业物业公司的收入，由于商业物业多处于养商阶段，部分物业处于免租期，运营成本较高以致降低了公司服务行业的整体毛利水平。2016年，毛利率大幅上升至52.94%。零售业务方面，2015年随着自持物业的开业，公司新增零售业务收入，毛利率为10.05%，2016年毛利率有所提高，为12.36%。其他业务方面，2015年由于毛利水平较高的租赁收入计入主营业务收入中，毛利率大幅下降，2016年毛利率为90.14%。

2017年1~3月，公司实现营业收入44.12亿元，主要系地产项目销售结转增加所致。2017年1~3月，公司房地产板块实现收入

41.48亿元，为2016年全年的20.28%；毛利率水平由2016年底的21.20%下降至20.42%，主要由于福建地区当年结转项目中三四线城市占比较高，售价相对较低，且建安人工成本持续增长，与此同时，北京和上海地区所结转项目以住宅为主，利润空间相对较小；零售业务板块实现收入0.93亿元，为2016年全年的337.48%。

总体看，随着房地产开发业务规模持续拓展，公司营业收入快速增长；房地产板块对公司综合毛利率影响较大，近三年随着房地产板块毛利率的下降，公司综合毛利率呈下降态势。

表1 2014~2017年一季度公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

营业板块	2014年			2015年			2016年			2017年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产	820651.89	98.02	31.37	1460388.91	98.59	30.54	2045209.36	98.67	21.20	414839.24	94.02	20.42
农药	133.53	0.02	-17.72	--	--	--	--	--	--	-	-	-
化工	--	--	--	--	--	--	530.25	0.03	3.11	8898.14	2.02	19.08
服务	10407.77	1.24	-8.77	10224.01	0.69	-34.12	23285.91	1.12	52.94	7409.90	1.68	9.14
零售	--	--	--	1422.09	0.10	10.05	2765.51	0.13	12.36	9332.92	2.12	1.67
其他	6039.40	0.72	57.97	9290.83	0.63	3.76	1003.13	0.05	90.14	738.23	0.17	96.20
合计	837232.58	100.00	31.75	1481325.84	100.00	29.90	2072794.16	100.00	21.58	441218.42	100.00	19.95

资料来源：公司提供

注：尾差由于四舍五入产生。

2. 房地产开发及销售

公司房地产板块业务由子公司福州泰禾房地产开发有限公司（以下简称“福州泰禾”）及其下属项目公司运营，主要涉及住宅地产和商业地产开发。公司采用福州泰禾本部、区域公司、项目公司的三层管理架构，房地产开发业务均以项目公司作为运营实体，区域公司负责区域内项目日常的管理、协调，本部负责整体策略的制定、项目的统筹、产品和成本标准化等工作。

目前，公司住宅地产推出了“院子系列”面向高端别墅市场、“红系列”和“拾景园”等产品面向普通住宅市场；商业地产主要为

高端商业综合体，以“泰禾广场”为主要品牌。

区域分布

区域分布方面，目前公司房地产开发业务主要立足于福建地区，逐步加大对北京和上海市场的开发力度，未来将形成以北京为中心的“京津冀”地区和以上海为中心的“长三角”地区的战略布局。2014年，公司营业收入主要来自福建地区，收入占比在90%以上，集中度高；2015年，北京地区项目销售结转规模大幅增长，收入占比增加至46.38%，同期福建地区收入占比下降至51.81%；2016年，北京地区的结转规模有所回落（北京地

区收入占比为 26.79%)，华东区域的收入占比随着上海地区项目的大量结转增长至 21.19%，福建地区的收入占比略有上升，占比为 52.02%。

区域毛利率方面，福建地区毛利率呈波动态势，2014~2016 年分别为 32.15%、40.49% 和 26.03%。2015 年随着厦门院子、福州金尊府项目等高端项目的结转，毛利率增长至 40.49%。在北京和上海地区，由于土地成本较高，毛利率水平明显低于福建地区，2013~2014 年北京区域结转项目主要为中国

院子和北京院子等高端住宅，毛利率水平变动不大，2015 年结转项目中包括了拾景园和泰禾一号街区等普通高层住宅和 LOFT 项目，毛利率降至 20.05%。2016 年，由于上海地区所结转项目拿地成本高，且主要系第一期去化的商品房，售价相对较低，利润空间较小；福建地区当年结转项目以三四线城市为主，售价较低且建安人工成本持续增长。受两地利润空间缩减影响，公司房地产板块毛利率由 30.54% 下降至 21.20%。

表 2 2014~2017 年 3 月公司房地产板块区域收入情况 (单位: 万元、%)

区域划分	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
福建	756289.79	92.16	32.15	756667.99	51.81	40.49	1063855.34	52.02	26.03	47862.10	11.54	46.31
北京	64362.10	7.84	31.34	677345.11	46.38	20.05	547897.43	26.79	20.28	39073.93	9.42	0.02
华东	--	--	--	26375.81	1.81	14.11	433456.60	21.19	6.86	327903.20	79.04	19.09
合计	820651.89	100.00	31.37	1460388.91	100.00	30.54	2045209.37	100.00	21.20	414839.24	100.00	20.42

资料来源: 公司提供

注: 华东区域以上海市为主, 还包括无锡市、南京市、江阴市、苏州市等地区, 目前结转收入来自上海项目; 尾差由于四舍五入产生。

项目开发

房地产开发方面, 公司采用“高品质下高周转”的经营策略, 一般保证获取土地后 5 个月实现开工, 9 个月达到预售状态。近年来, 公司新开工面积持续保持较高水平, 2014~2016 年, 公司新开工面积分别为 221.93 万平方米、221.60 万平方米和 124.00 万平方米。由于竣工面积仅统计整个项目全部竣工的面积, 未包括单体竣工的面积, 因此近年来房屋竣工面积存在波动。截至 2016 年底, 公司在建面积共 423.19 万平方米, 同比下降 25.12%。2017 年 1~3 月, 公司新开工面积 55 万平方米, 为 2016 年全年的 44.35%。截至 2017 年 3 月底, 公司在建面积共 478.19 万平方米, 较 2016 年底有所增长。

表 3 2014~2016 年公司房地产开发主要指标

(单位: 万平方米)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
新开工面积	221.93	221.60	124.00	55.00
房屋竣工面积	14.19	118.67	266.00	0.00
期末在建面积	462.26	565.19	423.19	478.19

资料来源: 公司提供

注: 竣工面积为整个项目全部竣工的面积, 未包括单体竣工面积。

项目销售

公司产品线较为丰富, 其中“院子系列”定位高端别墅市场, 以“文化筑居中国”为理念主打中式院落, 主要分布在北京、南京、江阴、杭州、福州、厦门和深圳。公司“红系列”定位为普通住宅, 主要分布在福建地区; 近年来, 公司将“红系列”拓展至上海市场, 同时在北京开发了“拾景园”等系列, 布局高层住宅产品线。公司商业项目主要集中在福建, 未来将逐步拓展至北京等一线城市。

公司主要采用自有销售团队直接销售的

模式，以降低销售费用；此外，该模式便于结合公司土地发展计划、各区域市场走势及货值分布情况，在整体战略布局策略下更有效、合理地编制销售计划。在市场营销方面，公司通过优化开盘计划和节奏，并结合形式多样的营销活动，近年实现了较好的去化；同时公司注重客户维护工作，充分利用老带新、客带客等自有资源，以点带面，扩大客户资源。针对高端产品“院子系列”，公司在运用文化营销，以“文化筑居中国”为核心打造高端品牌形象的同时，还通过细分圈层、跨界联合等圈层营销策略，如联合高尔夫俱乐部、名车俱乐部、银行VIP等细分客户圈层开展相应活动，有效拓展圈层客户资源。

房地产销售方面，公司房地产销售以住宅为主，商业地产销售存在波动性，主要由于商业地产项目规模较大，建设开发周期长，导致竣工销售存在波动。2014~2016年，公司合约销售面积波动增长，分别为119.82万平方米、139.85万平方米和125.98万平方米，主要由于2016年住宅销售规模大规模下降。2014~2016年，公司合约销售均价持续增长，主要由于北京和上海地区的平均销售价格较高且销售占比逐年提升所致。2016年，合约销售均价为2.32万元/平方米。受此带动，近年来公司合约销售金额持续增长，2016年实现合约销售金额292.34亿元。2017年1~3月，公司共实现合约销售面积52.33万平方米，为2016年全年合约销售面积的41.54%，仍以住宅销售为主；2017年1~3月，共实现合约销售金额217.36亿元，为2016年全年的74.35%。

从结转情况看，2014~2016年结转面积逐年增长，结转金额快速增加，剩余未结转面积体量加大，为后续收入的实现提供有力的支撑。

表4 2014~2017年3月公司房地产销售主要指标

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
合约销售面积(万平方米)	119.82	139.85	125.98	52.33

其中：商业	22.07	26.57	33.01	6.15
住宅	97.75	112.28	95.97	46.17
合约销售金额(亿元)	201.02	288.00	292.34	217.36
其中：商业	31.09	43.66	52.48	12.54
住宅	169.93	224.34	239.85	204.83
合约销售均价(万元/平方米)	1.68	2.06	2.32	4.15
其中：商业	1.41	1.56	1.75	2.04
住宅	1.74	2.56	2.89	3.79
当年结转面积(万平方米)	60.28	74.21	118.36	21.80
当年结转金额(亿元)	82.97	144.86	204.52	40.73

资料来源：公司提供

截至2017年3月底，公司在售项目36个，其中住宅与商业销售面积占比约为2:1。公司的总可售面积775.28万平方米，已完成销售面积614.87万平方米，剩余可售面积160.41万平方米。从在售情况看，公司大部分住宅项目均处于尾盘销售阶段，商业项目（如东二环东区项目、华大泰禾广场项目和东海泰禾广场项目）去化相对较慢，主要系商业地产项目体量大、销售速度慢等固有特点所致。进入2017年以来，受房地产限购政策影响，公司高端住宅项目的销售受到较大影响，去化速度明显减慢。中国院子是公司最高端产品，定位顶级中式院落别墅，曾荣获“亚洲十大豪宅”等荣誉；因其建设周期较长加之极高端定位针对的目标客户群体有限，销售进度相对较缓。截至2017年3月底，中国院子项目总可售面积10.17万平方米，尚有3.65万平方米未售，合同销售进度为64.08%。在建项目中，由于商业地产和高端住宅“院子系列”具有开发周期长的特点，目前整体处于持续推盘销售的阶段；“红系列”普通住宅项目整体去化速度较快，基本均超过60%；福州地区的“宁德红树林”、“宁德红郡”和“永泰红峪”项目由于地理位置相对较偏，去化速度稍缓。

总体看，公司房地产项目整体销售情况较好，待销售面积以尾盘为主，尚未结转合同金额规模较大，未来仍有一定收入释放空间；但

考虑到部分项目销售进度略有滞后,随着后续项目开发的推进,未来库存规模将进一步加

大,且部分高端住宅和商业项目去化周期较长,公司未来将面临一定去化压力。

表5 截至2017年3月底公司在售项目进度(单位:万平方米)

项目名称	建设进度	项目开盘时间	权益占比	项目性质	总可售面积	已销售面积	合同销售进度
福州红树林	已完工	2006.05	100	住宅	55.62	55.62	100.00%
宁德红郡	已完工	2012.12	100	住宅	9.87	8.89	90.07%
福州红峪	已完工	2008.05	100	住宅	52.60	50.84	96.66%
南通首府	已完工	2013.05	100	住宅	16.77	16.77	100.00%
厦门红门	已完工	2013.05	100	住宅	7.37	7.00	95.05%
五四北泰禾广场	已完工	2011.10	100	商业	12.10	12.02	99.37%
中国院子	已完工	2012.03	63.63	住宅	10.17	6.52	64.08%
长乐红誉	已完工	2013.07	100	住宅	17.76	17.76	100.00%
石狮泰禾广场	已完工	2013.09	100	办公、商业	24.12	19.22	79.69%
1号街区	已完工	2013.12	100	住宅	21.09	19.89	94.30%
拾景园	已完工	2014.06	100	住宅	14.94	14.94	100.00%
上海红御(红悦苑)	已完工	2014.09	100	住宅	12.59	11.15	88.58%
上海红桥	已完工	2015.06	100	住宅	14.67	10.17	69.31%
南屿红悦	在建	2013.11	100	住宅	31.53	27.63	87.63%
长乐红誉二期	在建	2014.10	100	住宅	10.87	10.87	100.00%
宁德红树林	在建	2013.10	100	住宅	36.62	34.97	95.49%
福鼎红树林	在建	2014.09	100	住宅	10.62	9.09	85.60%
厦门院子	在建	2014.05	100	住宅	42.84	35.67	83.27%
永泰红峪	在建	2014.04	100	住宅	14.36	13.31	92.67%
永泰红峪二、三期	在建	2016.01	100	住宅	17.51	7.45	42.52%
尤溪红峪	在建	2015.02	100	住宅	8.79	8.29	94.34%
泰禾名城	在建	2016.10	47	住宅	10.97	9.44	86.03%
东二环泰禾广场	在建	2012.06	100	办公、商业、酒店	36.11	31.52	87.30%
东二环东区(含金尊府)	在建	2014.11	100	住宅、商业	61.26	31.19	50.91%
华大泰禾广场	在建	2013.08	100	办公、商业	39.72	26.03	65.54%
东海泰禾广场	在建	2014.08	100	住宅、商业	34.96	26.78	76.59%
北京院子	在建	2014.01	100	住宅	9.79	9.23	94.35%
长安中心	在建	2015.07	100	商业	13.73	9.56	69.61%
西府大院(西局)	在建	2015.11	100	住宅、商业	18.55	3.84	20.70%
泰禾中央广场	在建	2015.08	100	商业	34.64	25.41	73.36%
长阳半岛城	在建	2014.11	40	住宅	15.65	5.48	35.00%
丽春湖院子	在建	2016.09	49	住宅	12.68	12.00	94.67%
江阴院子	在建	2013.12	100	住宅	20.15	20.15	100.00%
南京院子	在建	2016.05	100	住宅	5.81	2.81	48.35%
杭州院子	在建	2017.01	49	住宅	6.98	0.92	13.20%
姑苏院子	在建	2017.01	50	住宅	11.47	2.41	21.01%
合计	--	--	--	--	775.28	614.87	--

资料来源:公司提供

注:上表统计包括合营、联营项目。

在建项目

截至2017年3月底,公司在开发项目共

30个,预计总投资1423.61亿元,目前已投资930.00亿元,尚需投资493.61亿元。总体看,

公司未来项目投资规模较大，部分项目体量大，资金需求。
随着土地拓展及拟建项目开工建设，面临较大

表 6 截至 2017 年 3 月底公司主要在建项目投资计划（单位：%、万平方米、亿元）

项目名称	公司权益	项目性质	占地面积	预计总投资金额	已投金额
福州金尊府	100	住宅	9.90	50.98	35.27
南屿红悦	100	住宅	12.23	24.70	23.68
长乐红誉二期	100	住宅	3.48	10.96	9.69
宁德红树林	100	住宅	11.57	24.68	21.64
福鼎红树林	100	住宅	4.66	6.14	4.88
厦门院子	100	住宅	17.27	76.95	70.47
永泰红峪	100	住宅	4.17	7.73	7.73
永泰红峪二、三期	100	住宅	10.61	8.24	3.03
尤溪红峪	100	住宅	7.20	6.74	6.74
泰禾名城	47	住宅	3.36	9.44	3.87
泰禾福州湾项目	40	住宅、商业	19.42	106.97	23.47
东二环泰禾广场	100	办公、商业、酒店	15.11	76.99	73.71
东二环东区	100	住宅、商业	7.34	54.00	38.19
华大泰禾广场	100	办公、商业	10.86	49.11	30.00
东海泰禾广场	100	住宅、商业	12.64	50.38	35.98
北京院子	100	住宅	5.89	47.12	45.20
长安中心	100	商业	2.13	36.93	27.42
西府大院（西局）	100	住宅、商业	9.64	105.60	76.55
泰禾中央广场	100	商业	13.47	114.67	86.62
长阳半岛城	40	住宅	13.41	27.90	18.32
丽春湖项目	49	住宅	7.88	44.94	5.98
江阴院子	100	住宅	13.85	17.52	17.52
南京院子	100	住宅	4.17	14.90	10.24
泰禾大厦	100	商业、办公	0.52	13.18	10.91
杭州院子	49	住宅	6.92	20.20	12.01
上海院子(新江湾)	45	住宅	13.20	120.26	83.42
姑苏院子	50	住宅	8.47	49.62	33.64
东莞新天地	80	商业	2.62	21.87	5.82
佛山院子	100	住宅、商服	12.07	93.59	42.66
深圳泰禾中央广场	100	商业	10.73	131.33	65.34
合计	--	--	274.79	1423.61	930.00

资料来源：公司提供

注：上表统计数据包括合营、联营项目。

土地储备

公司土地储备策略方面，在以福州、厦门为中心立足福建的基础上，自 2013 年起公司加大了北京、上海的土地储备，并于 2015 年底拓展了深圳市场，逐步加大了自身一线城市土地储备的比重；进入 2016 年以来，公司新增漳州、太原、苏州、济南、南京、杭州、珠海、张家口和广东等地区的土地储备，项目区域集中度有所下降。

拿地方式上，公司早期土地获取方式主要为直接参与土地竞拍，2015 年以来，以股权转让方式获取的土地大幅增加。2014 年公司获取土地 10 块，其中北京区域 4 块，福建省 4 块，上海区域 2 块；2015 年公司获得土地 6 块，北京区域 2 块，福建省 2 块，华东区域 1 块，华南区域 1 块，由于公司在北京上海地区布局土地的增多，当年土地楼面均价显著升高。2016 年，公司拿地规模大幅增长，新拓展土地 21 块，

新增土地面积 395.53 万平方米, 主要为广东(佛山和东莞)、苏州、上海(长兴岛)等地区, 新增土地的楼面均价较低, 权益土地投资金额总计 266.40 亿元。2017 年 1~3 月, 公司新拿地 6 块, 1 块江西省南昌市、1 块位于山西省太原市、2 块位于山东省济南市、1 块位于浙江省杭州市、1 块位于安徽省合肥市。

表 7 近年来公司新增土地及项目情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~3 月
新拓展土地(块)	10	6	21	6
新增土地建筑面积(万平方米)	228.64	61.42	395.53	181.96
权益土地投资金额(亿元)	147.42	118.32	266.4	47.68
新增土地楼面均价(元/平方米)	6447.69	19264.09	6735.27	7331

资料来源: 公司提供

截至 2017 年 3 月底, 公司土地储备的规划建筑面积为 496.53 万平方米(未考虑北京辉盛庭公寓项目), 相较每年销售规模, 公司项目储备量较为充裕。从分布来看, 公司目前土地储备主要分布在二线城市, 其中一线城市(北京、上海和深圳)规划建筑面积(未考虑北京辉盛庭公寓项目)占比 12.07%, 二线城市(杭州、南京、珠海、惠州、佛山、东莞、福州、苏州、南昌、太原、合肥和厦门)占比 65.54%。公司未来储备项目预计总投资 866.05 亿元(不包括待定投资金额的项目投资), 实际所需投资金额按权益占比出资。

表 8 截至 2017 年 3 月底公司土地储备情况(单位: 万平方米、亿元、元/平方米、%)

项目名称	项目位置	土地面积	规划建筑面积	土地成交价格	楼面地价	拿地时间	取得方式	权益	预计总投资额	预计开工时间
永泰葛岭	永泰县葛岭镇	39.15	38.00	1.79	471.58	2014/1/9	招拍挂	52.52	25.00	待定
鼓山院子	福州市晋安区	4.62	8.01	1.60	1997.85	2016/5/30	股权收购	80	14.47	2017 年 5 月
桂山院子	福州市晋安区	6.29	11.60	0.89	767.34	2016/8/8	股权收购	80	23.63	2017 年 5 月
汀溪院子	厦门市同安区	8.44	15.93	27.84	17473.17	2016/8/26	招拍挂	50	46.02	2017 年 5 月
蓝山院子	漳州长泰十里蓝山旅游度假区	12.81	15.87	0.27	168.39	2016/9/23	股权收购	70	28.65	2017 年 4 月
上海长兴岛项目 07-04	崇明县长兴岛凤凰镇	8.98	18.48	20.42	11050.85	2016/5/19	招拍挂	51	43.89	2016 年 11 月
上海长兴岛项目 09-03	崇明县长兴岛凤凰镇	11.49	24.23	27.02	11152.31	2016/5/19	招拍挂	50	57.43	2016 年 11 月
苏州尹山湖项目	吴中开发区	6.32	22.02	30.99	14073.48	2016/5/24	招拍挂	100	51.09	2017 年 5 月
南京路子铺项目	南京市秦淮区	2.08	12.65	5.25	4149.80	2016/8/25	股权收购	99.99	10.22	2017 年 6 月
西湖蒋村项目	杭州市西湖区	7.64	32.37	14.00	4324.56	2016/11/29	招拍挂	100	35.55	2017 年 4 月
南部 54 地块	北京市昌平区	8.39	20.97	27.75	13231.17	2015/10/23	招拍挂	100	54.50	2017 年 9 月
南部 07 地块	北京市昌平区	4.88	19.67	14.25	7243.47	2015/10/23	股权收购	80	32.58	2017 年 6 月
张家口崇礼项目	张家口市崇礼区	4.67	2.94	0.04	123.11	2016/12/20	股权收购	80	待定	2017 年 6 月
深圳院子	深圳市宝安区	4.89	17.22	57.00	33110.10	2015/12/25	招拍挂	100	116.48	2017 年 2 月
珠海启航项目	珠海保税区	7.19	42.05	4.75	1129.84	2016/8/11	股权收购	100	109.12	2017 年 1 月
巽寮湾滨海项目	广东省惠州市	6.98	12.56	3.52	2800.96	2016/12/30	招拍挂	60	待定	待定
南昌泰禾院子项目	江西省南昌市	25.37	45.14	0.18	38.90	2017/2/23	股权收购	67	29.14	2017 年 6 月
北京辉盛庭公寓	北京市朝阳区	不适用	不适用	不适用	不适用	2016/12/21	收购	100	待定	待定

晋阳湖项目	山西省太原市	17.05	58.26	10.62	1823.00	2017/1/5	收购	95	60.5	2017/8/5
东都国际	山东省济南市	5.5	8.2	10.3	12,433	2017/3/8	收购	100	10.3	2017/10/10
济南达盛泰悦项目	山东省济南市	27.2	32.6	14.76	4528	2017/3/8	收购	70	47.79	2017/9/20
富阳区野风项目	浙江省杭州市	3.25	25.3	11.78	8455	2017/3/8	收购	51	38.69	2017/9/8
合淮路项目	安徽省合肥市	8.3	12.46	20.87	16750	2017/3/30	收购	51	31	2017/9/30
合计	--	192.34	496.53	305.89	--	--	--	--	866.05	--

资料来源：公司提供

注：合计数未考虑不适用及待定相关情况。

公司现有在建项目主要以自行拿地独立开发为主，为了减少资金前期投入量并分散项目风险，新储备项目采用合作开发模式，由于公司开发经验丰富，多数由公司进行操盘。如丽春湖项目，系与北京科技园建设（集团）股份有限公司于2015年10月签订了合作框架协议，采用合作开发的方式进行项目运营；公司收购了该地块的开发与建设主体北京瑞坤置业有限责任公司（以下简称“瑞坤置业”）49%股权，并负责项目的操盘运作。

近年来公司加大了一线城市布局力度，土地储备主要集中在二线城市，但相比每年开发及销售规模，公司现有土地储备规模较为充裕。

总体看，凭借较为丰富的项目运作经验及品牌影响力，公司近年来房地产开发板块持续扩张，规模优势及行业竞争力稳步提升。目前，公司在开发项目规模大，土地储备投资维持较高水平，为业绩持续增长奠定基础的同时，开发投资将维持较大规模，公司融资压力大；与此同时，公司在售项目多处于尾盘销售阶段，部分项目位于二三线城市周边地区，产品区位导致公司项目对政策的敏感度高，存在一定去化压力。

3. 房地产租赁

公司自持物业主要为泰禾广场商业物业，分别为福州五四北泰禾广场、福州东二环泰禾广场和石狮泰禾广场，全部位于福建地区。公司将地段较好的商业物业用于自持，合理控制自持比例。截至2016年底，公司自持物业规模

为46.12万平方米，原账面价值为19.97亿元，2016年底公允价值为22.67亿元，整体增值率113.52%，公司投资性房地产公允价值均由第三方土地评估公司每年出具评估报告。2017年1~3月，公司自持物业规模未发生变化。2014~2016年，公司分别实现租金收入827.54万元、5644.51万元和6604.55万元。

表9 截至2017年3月底公司自持物业租赁情况

（单位：万平方米、%、元/平方米·月）

项目名称	自持面积	开业时间	出租率	租金水平
五四北泰禾广场	10.39	2013.09	98.00	89.43
东二环泰禾广场	16.70	2015.12	90.00	111.72
泰禾中央广场项目	4.26	未开业	--	--
石狮泰禾广场	14.77	2015.09	95.00	65.06
合计	46.12	--	--	--

资料来源：公司提供

福州五四北泰禾广场是公司进军高端商业地产的首个项目；由购物中心、步行街和5栋SOHO办公组成，是一个集购物、休闲、娱乐、餐饮、办公、居住为一体的大型高端城市综合体，出租率达98.00%。福州东二环泰禾广场整体由泰禾广场、泰禾新天地、文化娱乐集群、世界级酒店集群、市中心商务集群、高端奢华住区等六大板块构成，涵盖奢侈品购物中心，水秀广场、国际酒店集群、5A甲级写字楼、顶级SOHO等众多业态。购物广场于2015年12月一期建成开业，二期已开工，出租率约为90.00%，部分商铺留作高端奢侈品摊位，未来随着物业运营的逐步成熟，出租率将进一步提升。石狮泰禾广场位于石狮市中心区域，是集

居住、商业、办公、文化、娱乐为一体的高端城市综合体，出租率达 95.00%。

租金水平方面，规模较大且定位高端的东二环泰禾广场为 111.72 元/平方米·月，高于其余两个项目的 89.43 元/平方米·月和 65.06 元/平方米·月。物业管理费方面，五四北泰禾广场近三年较为稳定，为 51 元/平方米·月，新开业的东二环泰禾广场和石狮泰禾广场分别为 60 元/平方米·月和 50 元/平方米·月。目前公司自持物业多数仍处于养铺期，未来随着项目日益成熟，公司租赁收入及相关物业管理费收入有望提高。

除上述三个泰禾广场，公司未来将陆续有 3 个自持商业广场开业，其中东海泰禾广场和华大泰禾广场目前在建，预计分别于 2017 年下半年和 2020 年开业，北京泰禾广场将于 2017 年初开工，预计于 2020 年开业。此外，闸北泰禾大厦项目为自持商业办公项目，总自持面积 2.08 万平方米，计划于 2017 年底竣工，2018 年开业。

总体看，公司自持物业以泰禾广场系列为主，主要位于福建省内；出租率和租金处于较好水平。未来随着已开业项目的成熟以及新项目的陆续开业，公司自持物业收入有望进一步增长。

4. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数加权平均值分别为 27.04 次、0.20 次和 0.19 次；2016 年上述指标分别为 27.85 次、0.22 次和 0.20 次，公司整体经营效率一般。

5. 未来发展

未来，公司仍将以房地产业务为核心，适时进入金融和投资领域，实现跨领域发展。

房地产方面，公司将继续坚持“扎根福建本土，深耕一线城市”的战略，以“高品质下高周转”的经营策略实现住宅地产和商业地产

共同发展。在自主开发的基础上，公司将进一步发展轻资产经营模式，并积极发展酒店管理和物业服务，同时积极探索与房地产紧密相关的文化产业、医疗养老等行业，进一步完善公司产业链。

金融和投资领域方面，公司参与发起设立了海峡人寿保险股份有限公司，介入了第三方支付业务（收购福建一卡通网络有限责任公司）。未来公司将依托金融控股平台，寻求战略性新兴产业的投资机会，争取实现与房地产主业发展的协同效应。

总体看，公司依托房地产主业，并拓展金融与投资领域的发展策略符合其自身经营实际，且已取得一定进展。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年 1~3 月财务数据未经审计。

从合并报表范围看，2014 年新设立子公司 13 家、出资收购子公司 1 家（南京吉庆房地产有限公司）、因股权转让减少子公司 1 家（隆化海峡矿业有限公司）；2015 年新设立子公司 10 家、因注销减少子公司 2 家（福建三农集团福州天迪农化有限公司和福建省三明市三农农化销售有限公司）、因出售股权减少子公司 1 家（天津中维泰禾房地产开发有限公司）；2016 年，公司通过非同一控制下企业合并的方式新增子公司 13 家、通过新设立的方式增加子公司 61 家，处置子公司 1 家。总体看，公司新增及减少的子公司规模不大，财务数据具有可比性。

截至 2016 年底，公司（合并）总资产 1233.65 亿元，所有者权益 217.16 亿元（含少数股东权益 37.15 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 207.28 亿元，利润总额 23.10 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总

额 1461.36 亿元，所有者权益 219.80 亿元（含少数股东权益 38.61 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 44.12 亿元，利润总额 3.25 亿元。

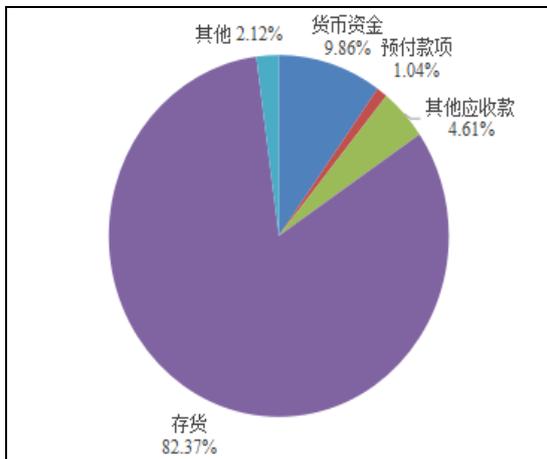
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 40.61%，主要来自货币资金、其他应收款、存货和投资性房地产的增加。截至 2016 年底，公司资产总额 1233.65 亿元，同比增长 45.51%；其中，流动资产占 87.25%，非流动资产占 12.75%，公司资产以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均增幅 33.15%。截至 2016 年底，公司流动资产 1078.73 亿元，同比增长 46.05%，主要由货币资金（占 9.86%）、存货（占 82.37%）和其他应收款（占 4.61%）等构成。

图 3 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2016 年审计报告

注：其他包括交易性金融资产、应收票据、应收账款等。

2014~2016 年，公司货币资金波动增长，分别为 33.54 亿元、57.36 亿元和 106.41 亿元。截至 2016 年底，公司货币资金同比增长 85.53%，主要系公司取得借款以及发行债券募集到的现金增加所致，其中银行存款占 98.32%。截至 2016 年底，公司货币资金中受限货币资金 20.41 亿元，主要系保证金。

公司应收账款规模较小，近三年应收账款

规模波动中有所增长，年均增幅 46.77%。截至 2016 年底，公司应收账款账面余额 9.83 亿元，坏账准备 0.58 亿元，计提比例 5.90%；账面价值 9.25 亿元，同比增长 83.28%。从账龄来看，账龄在 1 年以内的应收账款占 96.54%，账龄在 1 年以上的占 3.46%，账龄短。从集中度来看，前五名欠款单位欠款合计 0.74 亿元（已计提坏账准备 0.04 亿元），集中度较低。

公司预付款项主要为预付土地款，2014~2016 年，随着公司拿地规模的波动，预付款项波动下降，年均复合下降 48.55%。截至 2016 年底，公司预付款项 11.21 亿元，同比大幅下降 87.79%，系预付的土地款大部分在期末已完成结算。截至 2016 年底，公司预付对象前五名合计 9.66 亿元，集中度高；其中预付土地款 7.24 亿元。

2014~2016 年，公司其他应收款账面价值分别为 2.62 亿元、3.91 亿元和 49.73 亿元。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额 50.24 亿元，坏账准备 0.51 亿元（坏账计提比例 1.02%），账面净值同比大幅增加 45.82 亿元，主要系合营及联营企业往来款增加 44.96 亿元所致。从集中度来看，截至 2016 年底，公司其他应收款前五名欠款单位欠款合计 39.41 亿元（计提坏账准备 1.53 万元），欠款集中度高；前五名欠款单位的欠款账龄均在 1 年以内，占其他应收款余额的 78.44%，其他应收款账龄较短。

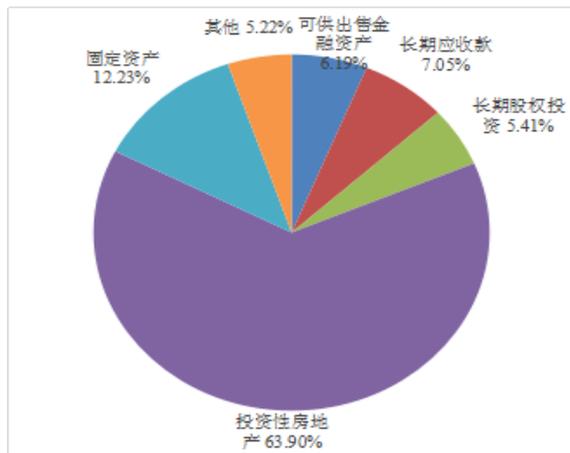
2014~2016 年，公司存货快速增长，年均增幅 30.03%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 888.55 亿元（计提跌价准备 2.39 亿元），同比增长 53.09%，主要系开发产品和开发成本的增长。其中，开发产品账面价值 150.21 亿元（占 16.91%，计提跌价准备 2.39 亿元），主要包括“泰禾中央广场项目”项目（余额 21.48 亿元）、“上海红桥项目”项目（余额 30.49 亿元）、“石狮泰禾广场项目”项目（余额 14.09 亿元）等；开发成本账面价值 737.82 亿元（占 83.04%），主要包括“西府大院”项目、“深

圳院子”项目、“泰禾中央广场”项目等。截至 2016 年底，公司存货中 515.86 亿元用于抵押借款，抵押比例较高。公司存货中开发成本占比较高，未来存在一定的去化压力，且变现能力存在一定不确定性。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产规模变动较大，分别为 15.53 亿元、109.19 亿元和 154.92 亿元；其中 2015 年底非流动资产规模同比增幅较大，主要受可供出售金融资产和投资性房地产大幅增加的影响。截至 2016 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.19%）、长期应收款（占 7.05%）、投资性房地产（占 63.90%）和固定资产（占 12.23%）等构成。

图 4 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司 2016 年审计报告

注：其他包括无形资产、商誉、递延所得税资产等。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产分别为 2.60 亿元、21.14 亿元和 9.59 亿元。2014 年底，公司对东兴证券股份有限公司（以下简称“东兴证券”）投资 2.56 亿元，按成本法计量；东兴证券于 2015 年 2 月 26 日挂牌上市，公司对其计量方式由成本法变更为公允价值计量法，公允价值为 20.98 亿元（其公允价值与成本的差额为 18.42 亿元，计入其他综合收益科目中），因此 2015 年底公司可供出售金融资产账面价值大幅增加。截至 2015 年底，公司持有东兴证券 7000 万股股份，占其总股本的 2.80%，已全部用于质押融资。除持有东兴证券

外，截至 2015 年底，公司可供出售金融资产中还包括对福建福州农村商业银行股份有限公司和上海中城渝通有限合伙企业的投资，账面余额分别为 0.04 亿元和 0.12 亿元，均按成本法计量。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 9.59 亿元，同比下降 54.67%，其中 6.42 亿元用于借款质押（占 66.94%）。

2014~2016 年，公司投资性房地产分别为 0.05 亿元、72.61 亿元和 98.99 亿元；截至 2015 年底，公司投资性房地产大幅增长至 72.61 亿元，主要系子公司福州中维房地产开发有限公司、石狮泰禾广场投资有限公司和福州泰禾新世界房地产开发有限公司将计入存货的房地产转入该科目后公司改以公允价值模式计量上述投资性房地产所致。上述投资性房地产账面价值合计 35.28 亿元，其转换日公允价值合计 72.43 亿元；公允价值与原账面价值的差额 37.15 亿元已计入其他综合收益科目。截至 2016 年底，公司投资性房地产 98.99 亿元，同比增长 36.33%，主要系新转入的泰禾中央广场项目，同期，公司投资性房地产中 82.18 亿元作为借款抵押，占总额的 83.02%，受限规模较大。

2014~2015 年，公司在建工程分别为 3.85 亿元和 4.79 亿元。截至 2015 年底，公司在建工程 4.79 亿元（未计提减值准备），同比增长 24.31%，主要系公司增加了对“氟化工基地工程”项目的投资。该项目累计投入占预算比例 83.02%，工程进度为试生产阶段。截至 2016 年底，公司无在建工程，氟化工基地工程已全部转入固定资产。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 1461.36 元，较 2016 年底增长 18.46%；其中流动资产占 88.87%，非流动资产占 11.13%，非流动资产占比有所提高。截至 2017 年 3 月底，公司流动资产 1298.78 亿元，较 2016 年底增长 20.40%，其中货币资金 271.52 亿元，较 2016 年底增长 155.15%，主要系销售回款及融资收到的现金增加所致；预付款项 39.42 亿元，较 2016 年底增长 251.75%，主要系房地产项目预

付款增长所致。截至 2017 年 3 月底，公司非流动资产 162.58 亿元，较 2016 年底小幅增长 4.95%，相关科目较 2016 年底均变动不大。

总体看，公司资产规模持续增长，以流动资产为主；流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业特征。公司存货规模的快速增长，以及投资性房地产公允价值的正向变动带动了公司资产规模的大幅提升。公司存货和投资性房地产受限比例较大，变现能力较弱。整体看，公司资产质量一般，资产流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益分别为 67.22 亿元、170.68 亿元和 217.16 亿元；其中 2015 年底较 2014 年底增幅较大，主要系公司非公开发行股票收到投资款 39.28 亿元以及其他综合收益受投资性房地产和可供出售金融资产公允价值变动收益的影响增加至 41.68 亿元。截至 2016 年底，公司所有者权益同比增长 27.23%，主要系发行的永续债及可续期委托贷款计入其他权益工具所致，其中少数股东权益 37.15 亿元；归属于母公司的所有者权益 180.01 亿元，归属于母公司所有者权益中实收资本占 6.92%，资本公积占 25.70%，其他综合收益占 19.10%，盈余公积占 0.82%，未分配利润占 26.52%，其他权益工具占 20.94%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 219.80 亿元（含少数股东权益 38.61 亿元），较 2016 年底变动不大。

总体看，近年来公司所有者权益规模持续扩大，未分配利润和投资性房地产及可供出售金融资产增值产生的其他综合收益占比较高，公司所有者权益整体稳定性一般。

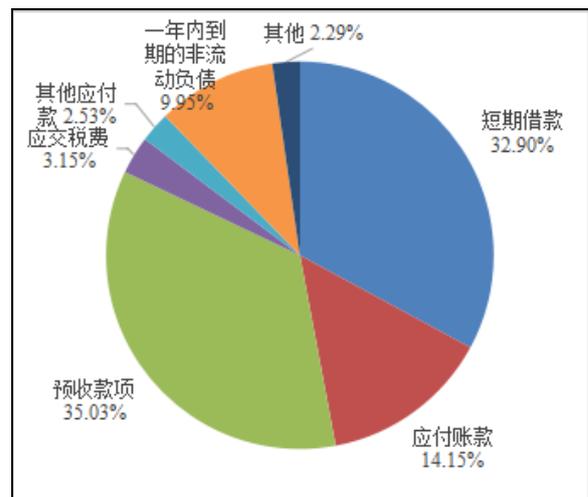
负债

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均增幅35.12%。截至2016年底，公司负债总额1016.49亿元，同比增长50.12%；其中，流动负债占42.79%，非流动负债占57.21%，非流动负

债占比同比提高5.95个百分点。公司负债结构中，非流动负债占比相对较高。

2014~2016年，公司流动负债快速增长，年复合增长16.39%。截至2016年底，流动负债合计434.95亿元，同比增长31.79%；主要由短期借款（占32.90%）、应付账款（占14.15%）、预收款项（占35.03%）、其他应付款（占2.53%）以及一年内到期的非流动负债（占9.95%）构成。

图 5 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司 2016 年审计报告

注：其他包括应付票据、应交税费等。

2014~2016 年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长 33.85%。截至 2016 年底，公司短期借款 143.09 亿元，同比增长 160.84%，主要为金融机构的借款（包括银行、信托等），占 94.41%。公司金融机构借款主要以部分存货作抵押，以子公司的股权及收益权作质押，并由泰禾投资及实际控制人黄其森等关联方提供担保。

2014~2016 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 36.42%，主要为应付工程款。截至 2016 年底，公司应付账款 61.56 亿元，同比增长 79.52%，系公司房地产业务规模的增长导致应付工程款项大幅增长。

公司预收款项主要为对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户购房款。2014~2016 年，随着公司开发项目实现预售的规模增长，预收款项增速较快，

年均复合增长 16.21%。截至 2016 年底，公司预收款项 152.37 亿元，主要来自“泰禾红悦”项目、“厦门院子”等项目。

2014~2016 年，公司其他应付款有所增长，年均增幅 7.72%。截至 2016 年底，公司其他应付款 11.00 亿元，同比下降 18.80%，主要系子公司的少数股东借款归还，较 2015 年底减少 7.34 亿元。截至 2016 年底，公司其他应付款前五名债权人分别为珠海美嘉物业管理有限公司（欠款 2.42 亿元）、北京昌平科技园发展有限公司（欠款 1.25 亿元）、北京万科企业有限公司（欠款 1.24 亿元）、福建瀚晟同创实业有限公司（欠款 0.25 亿元）和中城建设有限责任公司（欠款 0.12 亿元）。

一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的公司向信托以及其他金融机构的长期借款。2014~2016 年，一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 24.76%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 43.28 亿元，同比下降 27.85%，其中一年内到期的金融机构借款（银行、信托）为 36.64 亿元（占 84.66%）。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 57.09%，主要系长期借款和应付债券的大幅增加所致。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 581.53 亿元，以长期借款（占比 67.54%）以及应付债券（占比 29.95%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 29.66%。截至 2016 年底，公司长期借款 392.74 亿元，同比增长 56.07%，主要由银行借款（占 67.09%）和信托借款（占 23.14%）构成。

2015 年，公司拓宽融资渠道，通过发行债券进行融资。截至 2015 年底，公司应付债券 79.50 亿元，其中期限为三年的公司债券发行金额合计 50 亿元，期限为 4 年的公司债发行金额 30 亿元。截至 2016 年底，公司应付债券 174.14 亿元，同比增长 119.05%，主要系 2016 年发行的 3 年期公司债券合计 50 亿元、5 年期公司债

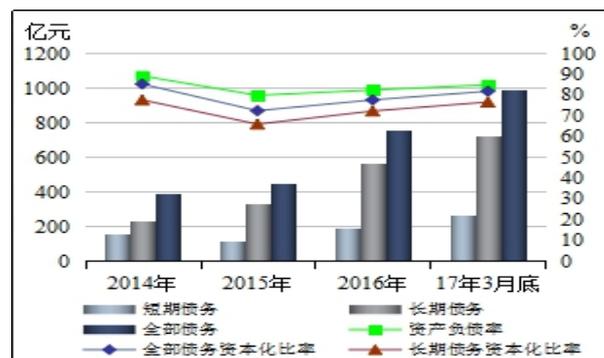
券 45 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 1241.56 亿元，较 2016 年底增长 22.14%，主要系短期借款和长期借款增加所致；其中流动负债 505.64 亿元（占 40.36%），非流动负债 735.92 亿元（占 59.64%），流动负债比重较 2016 年底有所下降。

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务分别为 389.94 亿元、449.08 亿元和 755.08 亿元，年均复合增长 39.15%。截至 2016 年底，公司短期债务 188.19 亿元（占 24.92%），同比增长 59.58%；长期债务 566.89 亿元（占 75.08%），同比增长 71.19%。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 989.77 亿元，较 2016 年底增长 31.08%。其中，短期债务 268.40 亿元（占 27.12%），较 2016 年底增长 42.62%；长期债务 721.37 亿元（占 72.88%），较 2016 年底增长 27.25%。公司有息债务以长期债务为主。

债务指标方面，2014~2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均呈波动下降态势，三年均值分别为 83.00%、77.63%和 71.48%；受债务规模增长的影响，2016 年底上述指标分别为 82.40%、77.66%和 72.30%，分别较 2015 年底增加 2.53 个百分点、5.20 个百分点和 6.31 个百分点。截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率以及长期债务资本化率分别为 84.96%、81.83%和 76.65%，较 2016 年底均有所上升，主要系公司短期借款和长期借款迅速增长所致。

图 6 2014~2017 年 3 月底公司有息债务情况



资料来源：根据公司财务报表整理

截至目前，公司公开市场存续的债券包括六期私募债“15 泰禾债”、“15 泰禾 02”、“15 泰禾 03”“15 泰禾 04”、“15 泰禾 05”和“16 泰禾 01”共 110 亿元；一期中期票据“16 泰禾 MTN001”20 亿元；两期公司债“16 泰禾 02”和“16 泰禾 03”共计 45 亿元。公司所有者权益中包含永续债和可续期信托贷款共计 38 亿元，同时考虑公司现存银行借款情况，初步测算，公司 2017 年下半年到期债务规模在 130 亿元以上；2018 年到期债务规模在 300 亿元以上；2019 年到期债务规模在 350 亿元以上。

总体看，近年来公司负债规模快速增长，负债结构发生明显变化；有息债务规模迅速扩张，整体债务负担很重。

4. 盈利能力

2014~2016 年，受益于房地产业务的快速发展，公司营业收入呈快速增长趋势，年均复合增长 57.35%，分别为 83.72 亿元、148.13 亿元和 207.28 亿元。近三年，公司营业成本年均复合增长 68.66%，增速高于营业收入增速，致使同期公司营业利润率逐年下滑，三年分别为 22.15%、20.51%和 14.93%。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 26.73%；2016 年，公司期间费用合计 14.24 亿元。公司期间费用中销售费用占比较高；2016 年，公司销售费用 6.15 亿元，同比下降 16.79%，主要原因系广告宣传费用的下降。2016 年，公司管理费用 4.37 亿元，同比增长 54.72%；财务费用 3.72 亿元，受利息支付大幅增加影响同比增幅较大。近三年，公司期间费用占营业收入的比重分别 10.59%、8.67%和 6.87%，指标逐年下降，费用控制水平较高。

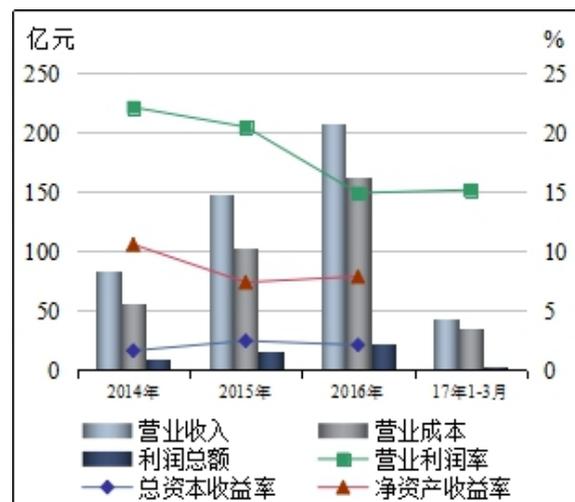
非经营性损益方面，2016 年，公司实现投资收益 5.79 亿元，主要为处置可供出售金融资产获得的收益；公允价值变动损益 3.66 亿元，主要为按公允价值计量的投资性房地产的增值。

2014~2016 年，公司利润总额分别为 9.47 亿元、16.78 亿元和 23.10 亿元，盈利水平稳步提高。2016 年，公司投资收益和公允价值变动损益合计 9.45 亿元，占利润总额的 40.91%，对利润总额影响较大。

盈利指标方面，2014~2016 年，公司总资产收益率有所波动，分别为 1.65%、2.47%和 2.12%；净资产收益率呈波动下滑趋势，分别为 10.60%、7.41%和 7.89%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 44.12 亿元，同比增长 24.49%，为 2016 年营业收入的 21.29%；同期，公司实现利润总额为 3.25 亿元，同比下降 26.30%，为 2016 年利润总额的 14.07%。2017 年 1~3 月，公司营业利润率为 15.20%，较 2016 年增加 0.27 个百分点。

图 7 2014~2017 年一季度公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，近三年公司营业收入快速增长，但营业利润率逐年下滑，费用控制水平较高；未来随着在建项目陆续竣工，相应收入实现结转，公司收入规模有望持续提升，2016 年非经营性损益对公司利润总额影响较大。

5. 现金流及保障

从经营活动来看，2014~2016 年，公司经营现金流入量分别为 137.06 亿元（其中销售商品、提供劳务收到的现金 131.09 亿元，占 95.64%）、201.62 亿元（其中销售商品、提供

劳务收到的现金 187.50 亿元，占 92.99%) 和 220.01 亿元 (其中销售商品、提供劳务收到的现金 207.93 亿元，占 94.51%)；流出量分别为 303.32 亿元 (其中购买商品、接受劳务支付的现金 264.59 亿元，占 87.23%)、225.13 亿元 (其中购买商品、接受劳务支付的现金 178.80 亿元，占 79.42%) 和 321.42 亿元 (其中购买商品、接受劳务支付的现金 250.62 亿元，占 77.97%)；公司现金收入比逐年下降，2016 年，公司现金收入比为 100.31%，较 2015 年的 126.57% 下降 26.26 个百分点。2014~2016 年，公司经营活动现金净流量分别为 -166.26 亿元、-23.51 亿元和 -101.41 亿元，由于在建项目较多，经营现金流总体处于净流出状态。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入量分别为 0.35 亿元 (其中处置子公司及其他单位收到的现金净额 0.34 亿元，占 98.80%)、0.41 亿元 (其中处置子公司及其他单位收到的现金净额 0.29 亿元，占 71.17%) 和 9.31 亿元 (其中收回投资收到的现金 7.49 亿元)；流出量分别为 5.61 亿元 (其中取得子公司等支付的现金净额 4.22 亿元，占 75.12%)、14.29 亿元 (其中支付其他与投资活动有关的现金 13.74 亿元，占 96.16%) 和 115.17 亿元 (其中支付其他与投资活有关的现金 61.07 亿元，占 53.03%，主要为支付的合作款项；取得子公司等支付的现金净额 37.87 亿元，占 32.88%)；净流量分别为 -5.27 亿元、-13.88 亿元和 -105.86 亿元。公司 2016 年投资活动现金流出规模较大。

2014~2016 年，公司筹资活动现金流入量分别为 375.16 亿元 (其中取得借款收到的现金 350.69 亿元，占 93.48%)、534.46 亿元 (其中取得借款收到的现金 385.95 亿元，占 72.21%) 和 904.40 亿元 (其中取得借款收到的现金 769.93 亿元，占 85.13%)；流出量分别为 244.10 亿元 (其中偿还债务支付的现金 189.67 亿元，占 77.70%)、472.02 亿元 (其中偿还债务支付的现金 368.36 亿元，占 78.04%) 和 656.96 亿

元 (其中偿还债务支付的现金 574.16 亿元，占 87.40%)；净流量分别为 131.05 亿元、62.44 亿元和 247.44 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为 -59.25 亿元、-12.19 亿元和 224.32 亿元。

总体来看，近三年，公司经营净现金流持续为负，随着公司在建项目后续的投入加大，公司存在很大的对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年底，公司流动比率分别为 189.50%、223.81% 和 248.01%，持续增长；由于公司存货规模较大，速动比率水平较低，近三年分别为 25.81%、47.94% 和 43.72%，呈波动增长态势。2017 年 3 月底，上述比率分别为 256.86% 和 77.30%，较 2016 年底分别增加 8.85 个和 33.58 个百分点。由于公司存货占比高且变现能力较差，总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司 EBITDA 分别为 10.10 亿元、19.75 亿元和 27.11 亿元。同期，EBITDA 利息倍数分别为 0.22 倍、0.33 倍和 0.48 倍，EBITDA 对利息保护能力弱。全部债务/EBITDA 分别为 38.62 倍、22.74 倍和 27.85 倍，EBITDA 对全部债务保护能力弱。总体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2017 年 3 月底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计 896.23 亿元，已使用 231.19 亿元，尚未使用额度 665.04 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司是 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》(机构信用代码：G1035040200028701)，截至 2017 年 6 月 12 日，公司未结清信贷中存在 1 笔不良类贷款金额为 220.00 万元，该笔贷款形式为收回再贷，被列

为可疑类贷款，根据公司提供的说明及农业银行出具的相关证明，该笔贷款实际已结清，由于银行系统原因，公司人行征信系统仍体现前欠贷款信息，以下 8 笔欠息记录均与此有关。已结清信贷记录中存在 35 笔不良类贷款和 9 笔关注类贷款，均已全部正常收回；存在 8 笔欠息记录，最近一次结清日期为 2016 年 8 月 1 日。

公司不良类贷款及欠息记录均为原福建三农集团股份有限公司产生，并非公司自身原因，目前该笔债务已结清。具体如下：2004 年 7 月 30 日，中国农业银行三明市分行与福建三农签订编号分别为（明营）农银借字（2004）第 018 号和（明营）农银借字（2004）第 019 号两份借款合同，合同约定贷款金额分别为 800 万元、360 万元，期限均自 2004 年 7 月 30 日起至 2005 年 7 月 29 日止，未还贷款本金 1100 万元。依据闽农厦银（2007）1038 号，农行三明支行同意福建三农分 9 期归还贷款本金 1100 万元，还款计划为：2008 年 4 月 30 日之前偿还 220 万元，余下贷款本金 880 万元在 2009 年-2016 年每年 12 月底前等额偿还贷款本金 110 万元。履行还款义务后，农行三明支行按比例减免自 2007 年 12 月 29 日起新产生的所有表位利息及复利。截止 2016 年 8 月 31 日前农行三明支行声明所有借款均已结清，公司于 2016 年 8 月 1 日结清全部借款。

8. 抗风险能力

公司是从事房地产开发及运营的大型上市公司，其在行业地位、品牌影响力、项目运作及储备质量等方面具备显著竞争优势。基于对公司自身经营和财务风险，以及未来公司战略的综合判断，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
本期中期票据拟发行额度为 15 亿元，占

2017 年 3 月底公司长期债务的 2.08%，占全部债务的 1.52%，对公司现有债务规模和债务结构影响不大。

截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.96%、81.83% 和 76.65%，以公司 2017 年 3 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 85.11%、82.05% 和 77.01%，公司债务指标上升幅度较小。考虑到本期中期票据部分资金将用于偿还借款，公司实际债务负担或将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动的现金流入量规模快速增长，分别为 137.06 亿元、201.62 亿元和 220.01 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 9.14 倍、13.44 倍和 14.68 倍；2014~2016 年，公司经营活动现金流量净额为负，对本期中期票据不具有保障能力；公司 EBITDA 分别为 10.10 亿元、19.75 亿元和 27.11 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 0.67 倍、1.32 倍和 1.81 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较好，EBITDA 对本期中期票据覆盖程度尚可。

考虑到目前公司公开市场存续的将于 2018 年到期的合计 50 亿元私募债（分别为“15 泰禾债”、“15 泰禾 02”、“15 泰禾 03”），将于 2019 年到期的合计 80 亿元的中期票据及私募债（分别为“16 泰禾 MTN001”、“15 泰禾 04”、“15 泰禾 05”、“16 泰禾 01”）；另外，假设公司于 2018 年赎回金额为 17.92 亿元的 2016 年第一期债权投资计划、于 2019 年偿还 20 亿元的可续期信托贷款。以上公司于 2018 年需要偿还的债务为 67.92 亿元，于 2019 年需要偿还的债务为 100 亿元，单独年度内最高偿还额为 100 亿元。2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为单独年度内最高偿还额的 1.37 倍、2.02 倍和 2.20

倍，2014~2016年，公司EBITDA为单独年度内最高偿还额的0.10倍、0.20倍和0.27倍，公司经营现金流入量对单独年度内最高偿还额的覆盖程度尚可。考虑到公司2017年3月底长期借款547.17亿元中大部分将于2018~2019年到期，公司未来集中偿付压力大。

总体看，综合考虑公司预售项目未来资金回流规模和项目体量，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

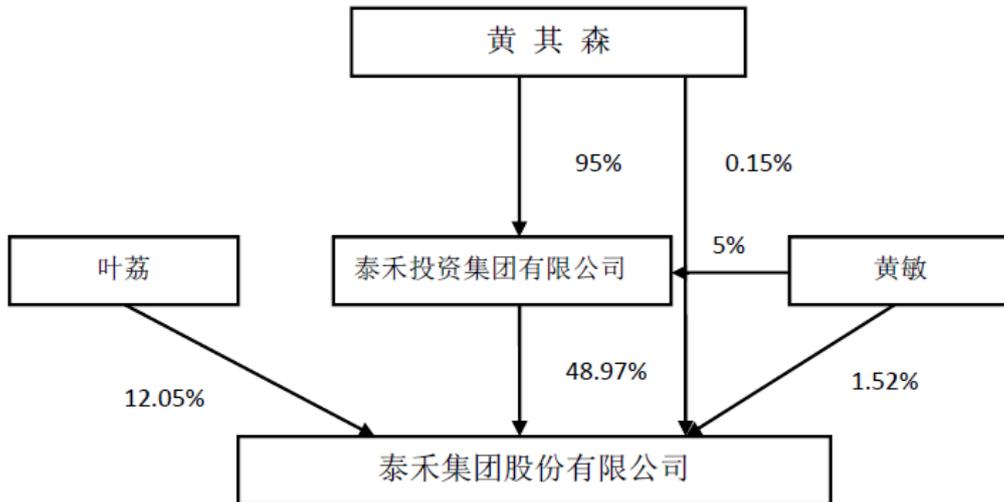
十、结论

公司作为综合实力较强的房地产开发公司，近年发展迅速，资产、销售和收入规模增幅较大。公司在区域房地产市场具备较强的竞争力，产品业态丰富，品牌知名度较高，推出的“院子系列”和“红系列”在住宅市场具有一定知名度，商业地产品牌“泰禾广场”在福建区域内具有一定影响力。2015年，公司完成非公开发行股票工作，有效扩充了房地产项目的营运资金，有助于在建项目的顺利开发，同时替换了部分高成本借款，有效降低了资金成本。同时，联合资信也关注到，房地产行业受调控政策影响景气度有所波动、公司债务负担很重、开发资金需求量大等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

近年来，公司收入及利润规模持续增长，债务负担很重，营业利润率持续下降。未来，随着在售项目持续推盘，在建拟建项目的陆续开盘销售，公司收入规模有望得到提升。

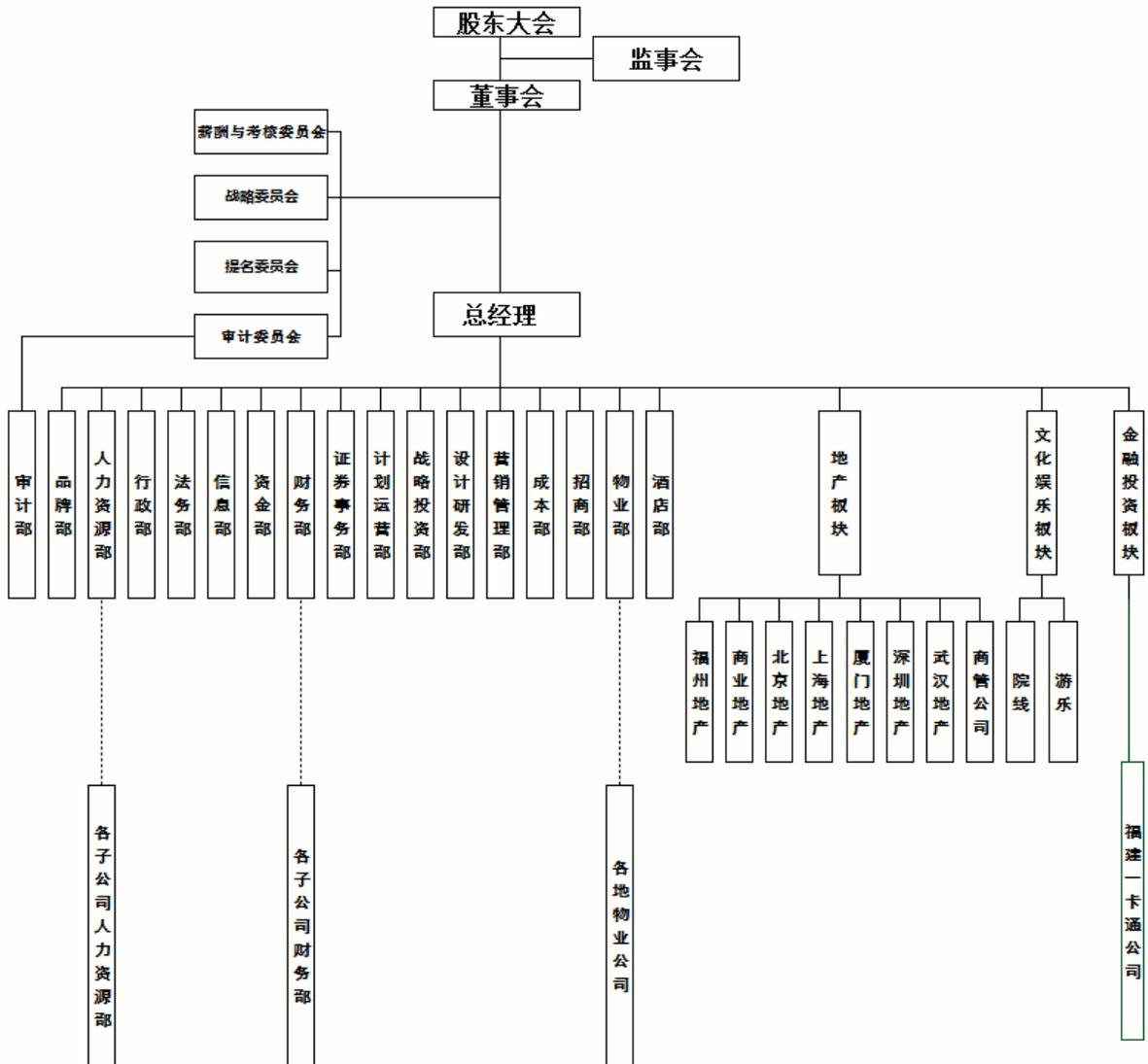
本期中期票据的发行对公司现有债务规模和债务结构具有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度尚可。结合公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力分析，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图

泰禾集团组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.17	46.22	95.13	244.12
资产总额(亿元)	623.95	847.82	1233.65	1461.36
所有者权益(亿元)	67.22	170.68	217.16	219.80
短期债务(亿元)	156.32	117.93	188.19	268.40
长期债务(亿元)	233.62	331.15	566.89	721.37
全部债务(亿元)	389.94	449.08	755.08	989.77
营业收入(亿元)	83.72	148.13	207.28	44.12
利润总额(亿元)	9.47	16.78	23.10	3.25
EBITDA(亿元)	10.10	19.75	27.11	--
经营性净现金流(亿元)	-166.26	-23.51	-101.41	-59.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.04	31.03	27.85	--
存货周转次数(次)	0.15	0.19	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.20	0.20	--
现金收入比(%)	156.57	126.57	100.31	132.51
营业利润率(%)	22.15	20.51	14.93	15.20
总资本收益率(%)	1.65	2.47	2.12	--
净资产收益率(%)	10.60	7.41	7.89	--
长期债务资本化比率(%)	77.66	65.99	72.30	76.65
全部债务资本化比率(%)	85.30	72.46	77.66	81.83
资产负债率(%)	89.23	79.87	82.40	84.96
流动比率(%)	189.50	223.81	248.01	256.86
速动比率(%)	25.81	47.94	43.72	77.30
经营现金流动负债比(%)	-51.78	-7.12	-23.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.22	0.33	0.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	38.62	22.74	27.85	--

注：2014 年及 2015 年财务数据为当年审计报告数据；2017 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除使用受限的货币资金；公司 2016 年底及 2017 年 3 月底所有者权益中分别包含 37.69 亿元、37.56 亿元的永续债及可续期委托贷款。

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% (2) n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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，违约风险较高
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 泰禾集团股份有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

泰禾集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

泰禾集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对泰禾集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，泰禾集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注泰禾集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现泰禾集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对泰禾集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如泰禾集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对泰禾集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与泰禾集团股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。