

信用等级公告

联合[2018]1960号

联合资信评估有限公司通过对泰禾集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持泰禾集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十五日



泰禾集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 泰禾 MTN001	15 亿元	2020/07/05	AA ⁺	AA ⁺
17 泰禾 MTN002	20 亿元	2020/09/08	AA ⁺	AA ⁺

评级时间: 2018 年 7 月 25 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.22	91.13	133.97	210.35
资产总额(亿元)	847.81	1233.65	2064.21	2271.66
所有者权益(亿元)	170.68	217.16	251.19	262.12
短期债务(亿元)	125.27	188.19	433.91	502.38
长期债务(亿元)	331.15	566.89	928.20	994.30
全部债务(亿元)	456.42	755.08	1362.12	1496.68
营业收入(亿元)	148.13	207.28	243.31	59.89
利润总额(亿元)	16.78	23.10	29.93	4.17
EBITDA(亿元)	19.75	27.11	39.06	--
经营性净现金流(亿元)	-23.51	-101.41	-83.73	-45.99
营业利润率(%)	20.51	14.93	21.25	20.60
净资产收益率(%)	7.41	7.89	9.29	--
资产负债率(%)	79.87	82.40	87.83	88.46
全部债务资本化比率(%)	72.78	77.66	84.43	85.10
流动比率(%)	223.81	248.01	203.16	197.75
经营现金流流动负债比(%)	-7.12	-23.32	-14.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.11	27.85	34.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.33	0.48	0.46	--

注: 1. 其他应付款和长期应付款中的有息部分计入有息债务;
2. 2018 年一季度财务数据未经审计; 3. 现金类资产已扣除使用受限的货币资金。

分析师

杨 栋 韩家麒

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。跟踪期内, 公司合约销售金额和合约销售面积均大幅提升, 土地储备充足, 营业收入和利润总额均保持增长, 整体盈利水平保持较高水平。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“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、公司存货规模较大、资金回笼慢、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, 公司将继续坚持“扎根福建本土, 深耕一线城市”的战略, 同时积极布局二线省会及核心城市, 随着在售项目及在建拟建项目的持续开盘销售, 公司收入规模有望继续得到提升, 但公司债务负担很重, 面临较大的偿债压力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

跟踪期内, 公司经营性现金流入量对“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”的覆盖程度高。

综合评估, 联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”的信用等级为 AA⁺。

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。
2. 公司土地储备充足, 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. 跟踪期内, 公司销售情况良好, 合约销售金额和合约销售面积均大幅提升, 营业收入和利润总额均保持增长, 盈利水

平较高。

关注

1. 房地产行业受政府政策调控影响，行业景气度有所波动。
2. 跟踪期内，公司已售房地产项目回款速度较慢，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，或存在跌价损失；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. 跟踪期内，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流出规模大，对外融资压力大。
4. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，整体债务负担很重。
5. 跟踪期内，公司公允价值及投资收益对利润影响较大。
6. 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。
7. 公司 2018~2020 年到期偿还的债务金额大，存在集中偿付压力。
8. 公司大部分房地产项目为合作开发项目，少数股东权益占比较高，存在一定的经营风险。
9. 公司高管人员有变动。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于泰禾集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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”），第一大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福建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，公司名称变更为现名；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 2018 年 3 月底，公司总股本 12.44 亿股，第一大股东泰禾投资持股比例为 48.97%，黄其森先生为实际控制人。

截至 2017 年底，公司下设财务部、招商部、战略投资部、营销管理部、成本部等 16 个职能部门，纳入合并报表范围的子公司共 331 家。

截至 2017 年底，公司（合并）总资产 2064.21 亿元，所有者权益 251.19 亿元（含少数股东权益 90.11 亿元）；2017 年，公司实现

营业收入 243.31 亿元，利润总额 29.93 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2271.66 亿元，所有者权益 262.12 亿元（含少数股东权益 94.57 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 59.89 亿元，利润总额 4.17 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 7 月发行的“17 泰禾 MTN001”募集资金 15 亿元，发行期限 3 年，所募集资金已全部按照计划用途用于偿还借款或项目开发建设等。付息日为每年 7 月 5 日，跟踪期内，已经兑付利息。

公司于 2017 年 9 月发行的“17 泰禾 MTN002”募集资金 20 亿元，发行期限 3 年，所募集资金已全部用于偿还借款或项目开发建设等。付息日为每年 9 月 8 日，跟踪期内，尚未到付息日。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）

和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资

渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和

东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

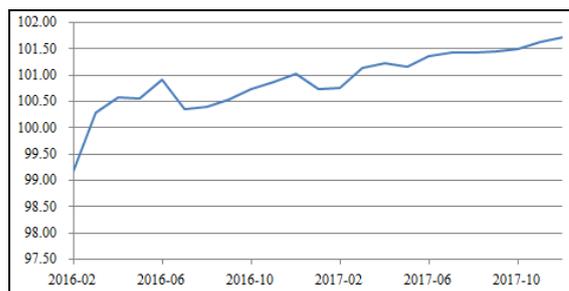
展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 房地产行业分析

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1 2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017 年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资 10.98 万亿元，同比增长 7.00%；其中住宅投资 7.51 万亿元，同比增长 9.40%，增速较上年上升 3.00 个百分点。全国房屋新开工面积 17.87 亿平方米，同比增长 7.00%，其中住宅新开工面积 12.81 亿平方米，同比增长 10.50%。全国房屋施工面积 78.15 亿平方米，同比增长 3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为 53.64 亿平方米，同比增长 2.90%，增幅较上年上升 1.00 个百分点。总体看，2017 年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017 年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降

的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

房地产供求与信贷环境

2016年，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，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。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2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，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。2017年，全国300城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调

控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

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。住房和城乡建设部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017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主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新

政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。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，在目前土地价格增长、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。

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。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。

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，40余个城市或地区，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。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《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》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购

租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间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2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年，北京市全年实现地区生产总值28000.4亿元，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值120.5亿元，下降6.2%；第二产业增加值5310.6亿元，增长4.6%；第三产业增加值22569.3亿元，增长7.3%。

房地产开发方面，2017年，北京市完成房地产开发投资3745.9亿元，比上年下降7.4%。其中，住宅投资1725.5亿元，比上年下降11.6%；办公楼投资742.9亿元，增长6.3%；商业、非公益用房及其他投资1277.5亿元，增长8.5%。

同期，北京市全市居民人均消费支出达到37425元，比上年增长5.7%；城镇居民人均消费支出达到40346元，比上年增长5.5%；农村居民人均消费支出达到18810元，比上年增长8.5%。

伴随着北京市经济稳步发展，其财政实力进一步增强。2017年，北京市完成一般公共预算收入5430.8亿元，比上年同口径增长6.8%。其中，与“营改增”相关的增值税1671.9亿元，下降7.1%；企业所得税和个人所得税分别为1229.8亿元和643.2亿元，分别增长12.3%和12.6%。一般公共预算支出6819.5亿元，增长6.4%。其中，用于一般公共服务、公共安全、交通运输、节能环保的支出分别增长34.3%、30.4%、26.3%和26.2%。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 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，福建省实现地区生产总值 32298.28/亿元，比上年增长 8.1%。其中，第一产业增加值 2442.44 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 15770.32 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 14085.52 亿元，增长 10.7%。人均地区生产总值 73951 元，比上年增长 10.3%。全年全社会固定资产投资 26226.60 亿元，比上年增长 13.5%。

房地产开发方面，2017 年，福建省完成房地产开发投资 4794.23 亿元，比上年增长 4.5%。其中，住宅投资 3236.51 亿元，同比增长 7.9%；办公楼投资 282.37 亿元，同比下降 16.7%；商业营业用房投资 555.87 亿元，同比下降 5.9%。

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，有利于公司拓展业务。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司股本 12.44 亿元，其中泰禾投资持股 48.97%，为公司第一大股东。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。

公司第一大股东泰禾投资将持有的大部分公司股份质押用以融资，所质押股份占公司总股本的 38.80%，质押最晚于 2019 年 6 月到期；公司第一大股东一致行动人叶荔女士将持有的大部分公司股份质押用以融资，所质押股份占公司总股本的 11.94%，该部分股份以滚动质押的方式取得质押借款。

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主要围绕以北京为中心的“京津冀”地区以及以上海为中心的“长三角”地区、以广深为中心的珠三角以及福建的福州、厦门等主要经济发达区域，并积极布局二线省会及核心城市。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体系。住宅地产方面，公司目前拥有以泰禾“院子”、“大院”、园系和府系等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”、“泰禾新天地”和“中央广场”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”和“2013 中国商业地产项目品牌价值 TOP10”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。2017 年，公司上榜“2017 沪深上市房地产公司投资价值 TOP10”，自 2013 年起连续 5 年获此荣誉。2018 年，公司在中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心发布的“2018 中国房地产 500 强”测评中，位列第 23 位。

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，成熟的体系核心竞争力，以及较高的行业影响力。

七、管理分析

公司监事会于 2018 年 4 月 23 日收到监事长丁毓琨先生的书面辞职报告。丁毓琨先生因个人原因，申请辞去公司第八届监事会监事长、监事职务，辞职后将不在公司担任

任何职务。根据《公司法》、《公司章程》及相关规范性文件的规定，丁毓琨先生辞职将导致监事会成员人数低于法定最低人数，因此其辞职将于股东大会选举产生的新监事就任之日起生效。2018年5月16日，公司召开2017年度股东大会，选举余敦成先生为公司第八届监事会监事，任期自股东大会审议通过日起至本届监事会任期届满为止。丁毓琨先生的辞职申请生效。

公司董事会于2018年1月10日收到公司副总经理、财务总监罗俊先生的书面辞职报告。罗俊先生因个人原因，申请辞去公司副总经理、财务总监职务，辞职后将不在公司担任任何职务。公司董事会于2018年1月11日同意聘任陈波先生为公司副总经理，聘任李斌先生为公司财务总监。

公司董事会于2018年7月10日收到公司副总经理沈力男先生的书面辞职报告。沈力男先生因个人原因，申请辞去公司副总经理职务，辞职后将不在公司担任任何职务。

联合资信关注到上述公司监事及高管的辞职及其他高管人员的变化。除此之外，跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

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、以上海为中心的“长三角”地区和以深圳为中心的珠三角地区。跟踪期内，公司在进一步深耕北京、上海、福建区域的同时，新进入郑州、合肥、济南、太原、武汉、广州和石家庄等重点城市。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。

2017年，公司实现营业收入243.31亿元，同比增长17.38%，其中房地产板块收入占营业收入比重为96.61%，公司经营业务以房地产板块为主，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，2017年房地产板块实现收入235.06亿元，占营业收入的96.61%。化工业务方面，公司已退出原化工业务向氟化工转型，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（以下简称“三农化学”）组织实施，2017年6月，公司与关联方福建华融鼎泰投资有限公司（以下简称“华融鼎泰”）、三农化学签署了《股权转让协议书》，以三农化学股东全部权益的评估值人民币4.65亿元为依据，公司将持有的三农化学82.27%股权作价4.04亿元转让予华融鼎泰，公司将不再持有三农化学股权，2017年，化工收入1.51亿元，系2017年1~6月产生的收入。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，2017年实现收入1.96亿元，占营业收入比重较小。2015年，公司新增零售业务，主要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”）的零售收入；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。公司2017年实现零售收入3.33亿元，较上年大幅增长，主要系旗下的贸易公司业务规模增长所致。2017年其他收入1.45亿元，较上年大幅增长1.35亿元，主要为处置东二环泰禾广场部分收入。

毛利率方面，2017年，受收入占比较大

的房地产业务毛利率提高的影响，公司综合毛利率较上年提高 6.05 个百分点到 27.63%。分板块看，2017 年，房地产业务毛利率为 28.55%，主要系结转的项目价格上涨毛利率较高所致。零售业务方面，2017 年毛利率大幅下降为 1.70%，主要系随着规模扩张，人员成本等增加，前期投入成本较多所致；服务业务方面，2017 年毛利率为 -50.62%；其他业务方面，2017 年毛利率为 50.95%，主要系处置部分东二环泰禾广场所产生的。公司非房地产板块毛利率波动大，但收入占比小，影响有限。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 59.89 亿元，同比增长 35.74%，主要系地产项目销售结转增加所致，综合毛利率为 27.24%。2018 年 1~3 月，公司房地产板块实现收入 57.47 亿元，为 2017 年全年的 24.45%；毛利率为 26.77%，较 2017 年略有下降；服务业务板块实现收入 1.37 亿元，为 2017 年全年的 69.90%。

总体看，跟踪期内，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，随着房地产板块毛利率的提高，公司综合毛利率呈上升态势。

表 1 2015~2018 年一季度公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

营业板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	146.04	98.59	30.54	204.52	98.67	21.20	235.06	96.61	28.55	57.47	95.96	26.77
化工	--	--	--	0.05	0.03	3.11	1.51	0.62	20.73	--	--	--
服务	1.02	0.69	-34.12	2.33	1.12	52.94	1.96	0.81	-50.62	1.37	2.29	15.30
零售	0.14	0.10	10.05	0.28	0.13	12.36	3.33	1.37	1.70	0.11	0.18	8.45
其他	0.93	0.63	3.76	0.10	0.05	90.14	1.45	0.60	50.95	0.94	1.56	75.22
合计	148.13	100.00	29.90	207.28	100.00	21.58	243.31	100.00	27.63	59.89	100.00	27.24

资料来源：公司提供

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项

目遍及福建本土、以北京为中心的“京津冀”地区、以上海为中心的“长三角”地区和以深圳为中心的珠三角地区，跟踪期内，公司新进入郑州、合肥、济南、太原、武汉、广州和石家庄等重点城市。2017 年，公司销售区域以福建区域为主，福建区域实现收入 138.52 亿元，收入占比为 58.93%，北京地区的结转规模有所回落，实现收入 37.78 亿元，收入占比为 16.07%，华东区域的收入随着上海地区项目的大量结转增长至 58.75 亿元，占比提升至 24.99%。

区域毛利率方面，福建地区毛利率增长至 32.53%。北京地区，由于土地成本较高，并且结转的部分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，毛利率水平明显低于福建地区，2017 年，北京地区毛利率水平有所下降，为 18.52%，华东

地区，由于 2015~2016 年的项目销售时间主要在 2015 年上海房产市场上涨前，加之公司为开拓市场适当让利等因素，毛利率处于较低水平，2017 年，受益于上海房地产市场景

气度提升毛利率上升为 25.61%。受福建和华东区域毛利率提高的影响，公司房地产板块毛利率由 21.20% 提高至 28.55%。

表 2 2015~2018 年 3 月公司房地产板块区域收入情况（单位：万元、%）

区域划分	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	75.67	51.81	40.49	106.39	52.02	26.03	138.52	58.93	32.53	34.89	60.71	39.34
北京	67.73	46.38	20.05	54.79	26.79	20.28	37.78	16.07	18.52	21.30	37.06	17.67
华东	2.64	1.81	14.11	43.35	21.19	6.86	58.75	24.99	25.61	1.28	2.23	37.01
合计	146.04	100.00	30.54	204.52	100.00	21.20	235.06	100.00	28.55	57.47	100.00	31.42

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。

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，2017 年，公司新开工面积 206.74 万平方米，较上年增长 66.72%。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。随着房地产开发的持续进行，期末在建面积不断增大，截至 2017 年底，公司在建面积共 571.97 万平方米，同比增长 16.23%；竣工面积 126.87 万平方米，主要受北京限工令等政策的影响，同比下降 55.45%。2018 年 1~3 月，公司新开工面积 81.04 万平方米，为 2017 年全年的 39.20%。截至 2018 年 3 月底，公司在建面积共 626.94 万平方米，较 2017 年底有所增长。

表 3 2015~2017 年公司房地产开发主要指标
（单位：万平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
新开工面积	167.80	142.10	206.74	81.04
房屋竣工面积	118.67	284.80	126.87	26.07
期末在建面积	634.80	492.10	571.97	626.94

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。2017年，公司合约销售面积大幅增长，为393.37万平方米，同比大幅增长212.25%。2017年，公司合约销售均价有所下降，为2.09万元/平方米，主要是由于北京和上海地区的限价政策影响所致。2017年公司合约销售金额大幅增长，为823.73亿元，同比增长181.78%。2018年1~3月，公司共实现合约销售面积70.91万平方米，为2017年全年合约销售面积的18.03%，仍以住宅销售为主；2018年1~3月，共实现合约销售金额211.05亿元，为2017年全年的25.62%。

从结转情况看，2017年结转面积增长，结转金额快速增加，剩余未结转面积体量加大，为后续收入的持续提供有力的支撑。2017年，主要结转项目前五名包括“厦门院子”项目、“青浦”项目、“东二环泰禾广场东区”项目、“南京院子”项目和“泉州东海泰禾广场”项目。

表4 2015~2018年3月公司房地产销售主要指标

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
合约销售面积 (万平方米)	138.11	125.98	393.37	70.91
其中：商业	47.45	33.01	107.17	21.6
住宅	90.66	92.97	286.2	49.31
合约销售金额 (亿元)	288.00	292.33	823.73	211.05
其中：商业	88.13	52.48	293.56	48.11
住宅	199.87	239.85	530.17	162.94
合约销售均价 (万元/平方米)	2.09	2.32	2.09	2.98
其中：商业	1.86	1.59	2.74	2.23
住宅	2.20	2.58	1.85	3.30
当年结转面积 (万平方米)	74.21	118.36	122.39	35.85
当年结转金额 (亿元)	146.04	201.71	230.69	57.47

资料来源：公司提供

注：表1中2016和2017年房地产板块包含租金和托管收入，表4中结转金额仅为销售物业收入，故有差异。

截至2018年3月底，公司在售项目57个，总可售面积1335.71万平方米，已完成销售面积926.84万平方米，剩余可售面积408.87万平方米。从在售情况看，已完工项目除中国院子、上海红御、红悦苑、永泰红峪和上海红桥外，公司大部分住宅项目处于尾盘销售阶段，商业项目如东二环东区项目、华大泰禾广场项目、泰禾中央广场和济南东都项目去化相对较慢，主要系商业地产项目体量大、分期推盘等固有特点所致。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，去化速度明显趋缓。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，销售进度相对较慢。截至2018年3月底，中国院子项目总可售面积10.17万平方米，尚有2.15万平方米未售，合同销售进度为78.86%。在建项目销售方面，由于商业地产和高端住宅“院子系列”固有开发周期长的特点，目前整体处于持续推盘销售的阶段。公司“红系列”普通住宅项目整体去化速度较快，基本超过60%，其中泰禾名城等项目处于尾盘销售阶段，泰禾福州湾为2018年3月新开盘项目。2017年，公司新开盘项目分别有苏州姑苏院子、杭州院子、昌平拾景园、南昌院子、太原金尊府、蓝山院子等，目前开盘的院子系列销售良好，其中丽春湖院子为2017年1~4月北京别墅市场销冠，目前已进入尾盘；泰禾南昌院子首开便获得南昌别墅销售套数、总金额、面积“三冠王”；2017年11月，泰禾佛山院子首批江景高层洋房开盘当天去化逾9成。西府大院、杭州院子等系列目前持续推盘中。商业项目方面，泰禾长安中心石景山项目和东海泰禾广场项目销售情况较好，泰禾中央广场项目目前处于推盘状态，销售进度偏慢。

总体看，跟踪期内，公司房地产项目整体销售情况较好，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 2018 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	公司所占权益	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	2006/5/1	100	住宅	57.72	57.72	100.00
宁德红郡	已完工	2012/12/1	100	住宅	9.84	9.84	100.00
福州红峪	已完工	2008/5/1	100	住宅	52.75	51.66	97.93
南通首府	已完工	2013/5/1	100	住宅	16.27	16.27	99.98
厦门红门	已完工	2013/5/1	100	住宅	7.42	7.42	99.97
五四北泰禾广场	已完工	2011/10/1	100	商业	16.05	16.05	100.00
中国院子	已完工	2004/6/1	63.63	住宅	10.17	8.02	78.86
长乐红誉	已完工	2013/7/31	100	住宅	17.69	17.69	100.00
石狮泰禾广场	已完工	2013/9/28	100	商业	25.1	25.1	100.00
1 号街区	已完工	2013/12/28	100	住宅	21.63	21.63	100.00
拾景园	已完工	2014/6/29	100	住宅	14.38	14.38	100.00
上海红御（红悦苑）	已完工	2014/9/27	100	住宅	12.27	11.42	93.07
上海红桥	已完工	2015/6/30	100	住宅	14.64	13.74	93.85
北京院子	已完工	2014/1/19	100	住宅	9.79	9.79	100.00
江阴院子	已完工	2013/12/12	100	办公、商业	19.93	19.93	100.00
东二环泰禾广场	已完工	2013/3/14	100	住宅、商业	27.47	27.05	98.47
济南东都	已完工	2013/9/30	100	商业	13.08	6.21	47.50
尤溪红峪	已完工	2015/2/23	100	商业、住宅	8.79	8.79	100.00
永泰红峪	已完工	2014/3/28	100	商业、住宅	14.20	13.18	92.82
长乐红誉二期	已完工	2014/6/26	100	住宅	11.38	11.38	100.00
宁德红树林	已完工	2013/10/25	100	住宅	37.35	37.35	100.00
东二环金尊府 D	已完工	2014/11/1	100	住宅	16.93	16.93	100.00
南屿红悦	部分完工	2013/11/9	100	住宅及店面	31.43	29.93	95.23
福鼎红树林	部分完工	2014/9/21	100	住宅、商服	12.18	12.18	100.00
永泰红峪	部分完工	2014/4/12	100	住宅及店面	18.80	18.8	100.00
泰禾名城	部分完工	2016/10/16	47	住宅	10.97	9.95	90.70
泰禾福州湾项目	在建	2018/3/15	40	住宅、商业、商务	54.06	10.62	19.64
长阳半岛城	部分完工	2014/11/30	40	住宅及店面	15.65	12.11	77.38
晋阳湖	在建	2017/9/27	95	商业、住宅	76.93	32.48	42.22
南部 54 地块	在建	2017/9/24	100	商业、住宅	31.27	14.66	46.88
南部 07 地块	在建	2017/6/23	80	住宅	15.82	14.18	89.63
苏州尹山湖项目	在建	2017/9/29	100	住宅	22.40	17.05	76.12
上海长兴岛 1 号院（07-04 地块）	在建	2018/1/7	100	住宅	14.52	4.50	30.99
上海长兴岛 1 号院（09-03 地块）	在建	2018/1/15	100	住宅	21.55	4.35	20.19
北京侨禧项目	在建	2018/2/9	100	商业、住宅	36.48	8.09	22.18
西府大院（西局）	在建	2015/11/26	100	住宅、商业、金融	15.42	4.54	29.44
丽春湖院子	部分完工	2016/9/28	49	住宅	12.68	11.04	87.07
厦门院子	部分完工	2014/5/24	100	住宅及店面	47.17	43.88	93.03
南京院子	部分完工	2016/5/1	100	低密度住宅	5.79	5.79	100.00
杭州院子	在建	2017/1/3	49	住宅	6.95	4.91	70.65
姑苏院子	在建	2017/1/14	50	住宅	13.60	2.16	15.88

南昌院子	在建	2017/9/29	67	住宅	28.13	19.05	67.72
佛山院子	在建	2017/9/20	100	住宅	62.06	18.35	29.57
野风山	在建	2017/12/8	51	商业、住宅	27.15	23.11	85.12
合肥院子	在建	2017/12/28	51	住宅	21.46	1.20	5.59
蓝山院子	在建	2017/7/21	70	住宅	8.74	3.74	42.79
桂山院子	在建	2018/2/11	80	住宅	8.59	5.80	67.52
汀溪院子	在建	2017/10/17	50	住宅	14.99	0.45	3.00
上海院子	在建	2018/3/31	45	住宅	16.79	3.26	19.42
东二环东区(不含金尊府)	部分完工	2014/11/29	100	住宅、商服	43.23	25.68	59.40
华大泰禾广场	部分完工	2013/8/3	100	商务办公、商业	39.42	34.01	86.28
东海泰禾广场	部分完工	2014/8/30	100	住宅、商服	37.4	37.4	100.00
泰禾中央广场	部分完工	2015/8/15	100	商业、综合	33.12	27.24	82.25
长安中心	部分完工	2015/7/1	100	商业、金融	13.73	13.73	100.00
泰禾新天地	在建	2017/9/5	80	商业	12.62	10.98	87.00
坪山中央广场	在建	2017/6/10	100	商业	30.90	12.26	39.68
珠海泰禾广场	在建	2018/4/20	100	商业	38.86	7.81	20.10
合计	-				1335.71	926.84	69.39

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 2018 年 3 月底，公司在开发项目共 44 个，预计总投资 2263.21 亿元，目前已投资 1480.09 亿元，尚需投资 783.12 亿元，其中权

益投资金额 620.62 亿元。总体看，公司未来项目投资规模较大，部分项目体量大，随着土地拓展及拟建项目开工建设，面临较大资金需求。

表 6 截至 2018 年 3 月底公司在建项目投资计划（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
南屿红悦	100	住宅及店面	12.23	23.05	22.64
福鼎红树林	100	住宅、商服	4.66	6.47	6.47
永泰红峪（二期、三期）	100	住宅及店面	10.61	8.62	8.13
泰禾名城	47	住宅	3.36	8.38	4.91
泰禾福州湾项目	40	住宅、商业、商务、商住综合用地	19.61	35.06	32.20
长阳半岛城	40	住宅及店面	5.54	26.69	20.52
北京侨禧项目	49	商业、住宅	11.76	144.62	93.30
晋阳湖	95	商业、住宅	17.05	54.06	17.68
南部 54 地块	100	商业、住宅	8.39	67.61	39.43
南部 07 地块	80	住宅	4.88	31.76	20.29
白塘湾	60	住宅、旅游开发	91.51	90.99	41.60
西湖蒋村	51	商业	7.64	39.95	15.57
苏州尹山湖项目	100	住宅	6.32	58.11	40.11
南京路子铺项目	100	商业	1.38	18.30	7.81
三江城项目东地块	100	住宅	6.54	26.25	19.60
西府大院	100	住宅、商业、金融	5.96	111.54	86.19
丽春湖	49	住宅	7.88	49.18	43.11
厦门院子	100	住宅及店面	17.27	82.85	78.79
南京院子	100	低密度住宅	4.17	16.87	10.03
杭州院子	49	住宅	6.92	27.2	17.03
上海院子（新江湾）	45	住宅	13.2	124.27	98.22

姑苏院子	50	住宅	8.47	49.62	36.05
南昌院子	67	住宅	5.81	24.87	6.05
蓝山院子	70	住宅	12.38	14.08	6.23
桂山院子	80	住宅	6.06	11.59	9.10
佛山院子	100	住宅	12.07	87.96	47.24
上海长兴岛1号院(07-04地块)	100	住宅	8.98	46.81	27.27
野风山	51	商业、住宅	32.53	33.26	23.34
上海长兴岛1号院(09-03地块)	100	住宅	11.49	55.96	35.68
汀溪院子	50	住宅	8.45	40.1	31.61
合肥院子	40	住宅	8.31	33.66	24.33
济南章丘院子	51	住宅	27.22	63.86	8.29
深圳院子	100	商住	4.89	120.66	75.50
上海奉贤(海尚墅林苑)	100	住宅	18.68	19.48	12.90
武汉金沙半岛项目	40	住宅、酒店	39.8	20.74	1.57
东二环东区(不含金尊府)	100	住宅、商服	11.84	100.67	74.98
华大泰禾广场	100	商务办公、商业	10.86	57.71	35.05
东海泰禾广场	100	住宅、商服	12.98	60.31	49.94
泰禾中央广场	100	商业、综合	8.15	118.58	98.44
长安中心	100	商业、金融	2.10	38.15	31.38
泰禾大厦	100	商业、办公	0.52	13.64	13.64
东莞泰禾新天地	80	商业	2.62	18.98	12.18
坪山中央广场	100	商业	10.73	129.22	74.94
珠海泰禾中央广场	100	商业	7.19	51.47	20.75
合计			539.01	2263.21	1480.09

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2017年以来，公司新增郑州、合肥、济南、太原、南昌、武汉、广州、石家庄等重点城市的土地储备，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，随着土地成本高涨，自2016年开始，公司更多通过收购、参股等多种方式获取土地储备。2017年，公司拿地规模大幅增长，新拓展土地36块，其中有30个项目是通过并购及购买资产的方式取得，新增土地面积1388.09万平方米，主要为福建、郑州、济南、南京、广东（佛山、增城、惠阳）等地区，新增土地的楼面均价较低，主要原因是部分并购项目实际取得土地较早，当时的楼面地价很低，权益土地投资金额总计457.07亿元。

2018年1~3月，公司新拿地两块，分别位于武汉和漳州，全部为股权收购所得。

表7 近年来公司新增土地及项目情况

项目	2015年	2016年	2017年	18年1~3月
新拓展土地(块)	6	21	36	2
新增土地建筑面积(万平方米)	61.42	395.53	1388.09	40.06
权益土地投资金额(亿元)	118.32	266.4	457.07	8.95
新增土地楼面均价(元/平方米)	19264.09	6735.27	3292.80	2234.15

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司土地储备的规划建筑面积为914.42万平方米，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一二线城市，少量位于三线城市。公司未来储备项目预计总投资1026.55亿元，实际所需投资金额按权益占比出资。

表8 截至2018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	永泰县葛岭镇黄浦村	39.15	38.00	1.79	471.58	2014/1/1	招拍挂	52.52	27.24	2018/5/20
鼓山院子	福州市晋安区鼓山镇	4.62	8.01	1.60	1997.85	2016/5/30	股权收购	80.00	10.79	2018/8/20
张家口崇礼项目	张家口市崇礼区四台嘴乡转枝莲村	20.01	2.94	0.04	123.11	2016/12/20	股权收购	80.00	6.52	待定
巽寮湾滨海项目	广东省惠州市惠东县	6.98	12.56	3.52	2800.96	2016/12/30	挂牌	100.00	15.12	2018/7/26
溪山院子	福建漳州	8.00	11.26	0.57	510.07	2017/6/14	股权收购	100.00	9.21	2018/10/2
任庄	河南郑州	7.20	22.18	4.43	5535.21	2017/6/27	股权收购	82.00	23.58	2018/7/18
漳州香山湾	福建漳浦	34.82	48.74	19.22	1807.36	2017/5/22	招拍挂	100.00	73.31	2018/5/30
金水湖项目	福建闽侯	19.13	11.86	0.01	10.37	2017/9/4	股权收购	70.00	15.68	2018/6/15
济南汉峪项目	济南历下	9.51	27.42	15.62	6871.00	2017/8/9	招拍挂	51.00	42.85	2018/5/5
上街院子项目	郑州上街	28.75	74.50	2.60	349.36	2017/7/4	股权收购	66.00	36.46	2018/5/6
句容同康医院项目	江苏句容	1.07	21.46	-	-	2017/7/19	股权收购	100.00	9.48	2018/9/1
广州增城项目	广东增城	70.72	139.78	19.49	1394.13	2017/8/4	股权收购	100.00	146.01	2018/7/1
惠阳金尊府	惠州惠阳	3.90	18.98	-	-	2017/9/8	股权收购	100.00	13.85	2018/6/1
新孙河项目	北京	9.72	22.38	63.94	28566.01	2017/9/7	招拍挂	100.00	90.09	2018/7/27
石门院子	石家庄	12.27	20.00	0.37	186.00	2017/11/23	股权收购	70.00	12.72	2018/5/8
泰禾崇文府	佛山城市	10.66	18.50	2.52	1364.47	2017/10/20	股权收购	51.00	14.20	2018/4/30
鹿山院	南京	48.20	103.71	4.85	467.20	2017/9/14	股权收购	100.00	90.57	2018/7/14
南京江宁院子	南京	49.78	75.12	3.50	465.90	2017/12/20	股权收购	65.00	130.52	2018/9/20
野风山项目二期	杭州	5.68	3.95	2.25	5699.52	2017/4/1	股权收购	51.00	5.79	2018/4/30
句容金尊府	句容市宝华镇	2.50	28.77	4.79	1663.58	2017/12/31	股权收购	100.00	33.96	2018/4/20
昆山淀山湖项目	昆山	35.99	38.05	0.66	174.21	2017/11/10	股权收购	100.00	41.61	待定
青山院子	临安青山湖	31.45	30.20	0.77	255.13	2017/10/18	股权收购	49.00	37.22	2018/5/15
红树湾院子	漳州角美	15.72	43.99	43.30	9843.06	2017/12/12	招拍挂	100.00	71.48	2018/4/11
太仓院子	太仓	3.07	36.66	6.53	1781.19	2017/11/23	招拍挂	51.00	23.80	2018/4/4
君悦花园	武汉蔡甸	8.04	13.36	0.84	631.74	2018/1/30	股权收购	98.60	7.47	2018/6/5
江东院子	漳州龙海	42.31	42.04	0.29	155.00	2018/2/15	股权收购	70.00	37.02	2018/8/16
合计	--	529.25	914.42	--	--	--	--	--	1026.55	--

资料来源:公司提供

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。

近年来公司土地储备主要集中在一二线城市

市,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,公司部分在售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、石狮泰禾广场、泉州东海时尚广场和北京泰禾中央广场，主要位于福建地区。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 2017 年底，公司自持物业规模为 35.61 万平方米，入账成本为 74.77 亿元，2017 年底公允价值为 123.06 亿元，整体增值率 64.58%，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。2018 年 1~3 月，公司自持物业规模未发生变化。2015~2017 年，公司分别实现租金收入 5644.51 万元、6604.55 万元和 26219.87 万元。

表9 截至2018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
福州五四北泰禾广场	6.84	2013.9	99%	109.36
福州东二环泰禾广场(含商铺)	9.91	2015.12	94%	145.65
福州东二环泰禾广场东区商铺	3.33	2017.12	96%	86.76
石狮泰禾广场	5.91	2015.9	93%	63.83
北京泰禾中央广场	4.26	2018	70%	109.13
泉州东海时尚广场	5.36	2017.9	98%	81
合计	35.61	--		

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 99.00%。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，出租率约为 94.00%，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。福州东二环泰禾广场东区商铺于 2017 年 12 月开业，出租率为 96%。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 93.00%。北京泰禾中央广场于 2018 年投入使用，由于招租时间较短，出租率为 70%。

租金水平方面，规模较大且定位高端的东二环泰禾广场为 145.65 元/平方米·月，北京泰禾中央广场面积较小，租金为 109.13 元/平方米。物业管理费方面，五四北泰禾广场为 26.88 元/平方米·月，新开业的东二环泰禾广场东区商铺和泉州东海时尚广场分别为 30.35 元/平方米·月和 32.24 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。

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高水平。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

2017 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分别为 21.58 次、0.15 次和 0.15 次，均较上年有所下降，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，公司将坚持“扎根福建本土，深耕一线城市”的战略，同时积极布局具有潜力的二线省会及核心城市；秉承“文化筑居中国”的企业使命，坚持“为城市创造作品，为时代奉献精品”的经营理念，以自主开

发和轻资产运营相结合的经营模式，实现住宅地产和商业地产齐头并进发展，发展泰禾特色的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、高端医疗、养生养老等多元化发展及上下游产业延伸的发展机会，进一步完善公司产业链。

金融和投资领域方面，公司近年与控股股东泰禾投资共同出资设立了泰禾金控（平潭）集团有限公司，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，且已取得一定成绩。公司高负债下的房地产业务存在较大的经营风险。

九、重大事项

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%，仍为公司第一大股东；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。截至目前，本次发行方案已经董事会和临时股东大会审议通过，中国证监会已受理公司本次非公开发行 A 股股票申请，目前已完成反馈意见回复，公司将继续推进相关工作。

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。联合资信将持续关注公司本次非公开发行事项的进展情况。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017 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，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

公司在编制 2017 年度财务报表过程中，发现 2016 年度财务报告中将子公司北京泰禾嘉盈房地产开发有限公司及北京泰禾嘉兴房地产开发有限公司发行的合计 37.69 亿元永续债计入“其他权益工具”科目。企业会计准则解释第 7 号三、子公司发行优先股等其他权益工具的，应扣除归属于除母公司之外的其他权益工具持有者的分配股利，扣除金额应在“少数股东损益”项目中列示。根据以上解释，2017 年，公司将子公司发行的其他权益工具-永续债在“少数股东权益”项目中列示，并追溯调整 2016 年审计报告，本报告使用了公司 2016 年追溯调整后财务数据。

从合并报表范围看，2017 年底，公司纳入合并范围的子公司为 331 家，较 2016 年底增加 200 家，减少 4 家。总体看，公司合并范围的变化，对财务数据可比性有一定影响。

截至2017年底,公司(合并)总资产2064.21亿元,所有者权益251.19亿元(含少数股东权益90.11亿元);2017年,公司实现营业收入243.31亿元,利润总额29.93亿元。

截至2018年3月底,公司(合并)资产总额2271.66亿元,所有者权益262.12亿元(含少数股东权益94.57亿元);2018年1~3月,公司实现营业收入59.89亿元,利润总额4.17亿元。

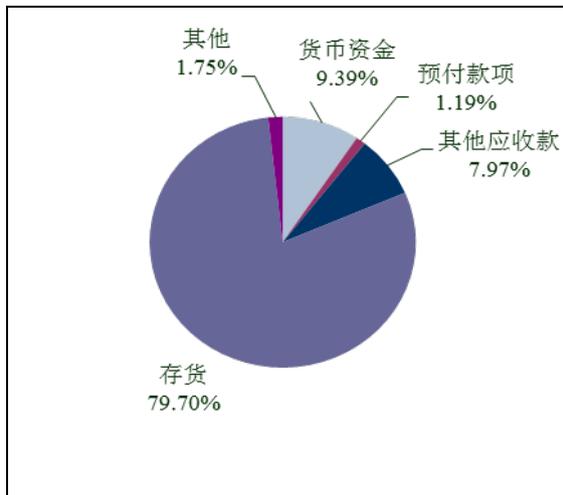
2. 资产质量

截至2017年底,公司(合并)总资产2064.21亿元,同比增长67.33%;其中,流动资产占85.53%,非流动资产占14.47%,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

截至2017年底,公司流动资产1765.61亿元,同比增长63.68%,增长主要来自于其他应收款和存货的增加;流动资产主要由货币资金(占9.39%)、存货(占79.70%)和其他应收款(占7.97%)等构成。

图2 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源:公司财务报告

注:其他包括交易性金融资产、应收票据、应收账款等。

截至2017年底,公司货币资金165.85亿元,同比增长55.86%,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2017年底,公司货币资

金中受限货币资金33.43亿元,占比20.16%,受限比例较高,主要是借款质押、按揭保证金。

截至2017年底,公司应收账款账面余额13.53亿元,坏账准备0.72亿元,计提比例5.33%,账面价值12.81亿元,同比增长38.54%。从账龄来看,账龄在1年以内的应收账款占87.21%,账龄较短。从集中度来看,前五名欠款单位欠款合计1.94亿元,占期末应收账款余额的14.33%(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,截至2017年底,公司预付款项20.96亿元,同比大幅增长87.06%,系新购置土地大幅增加所致。截至2017年底,公司预付对象前五名合计15.18亿元,占预付账款年末余额的72.43%,集中度高,其中预付土地款13.16亿元。

截至2017年底,公司其他应收款账面余额142.82亿元,坏账准备2.06亿元(坏账计提比例1.44%),账面净值140.76亿元,同比大幅增加91.03亿元,主要系合营及联营企业往来款增加60.79亿元和保证金押金增加28.35亿元所致。从集中度来看,截至2017年底,公司其他应收款前五名欠款单位欠款合计74.85亿元,占其他应收款期末余额的52.40%,欠款集中度高;前五名欠款单位的欠款中账龄在1年以内的占其他应收款期末余额的43.29%。

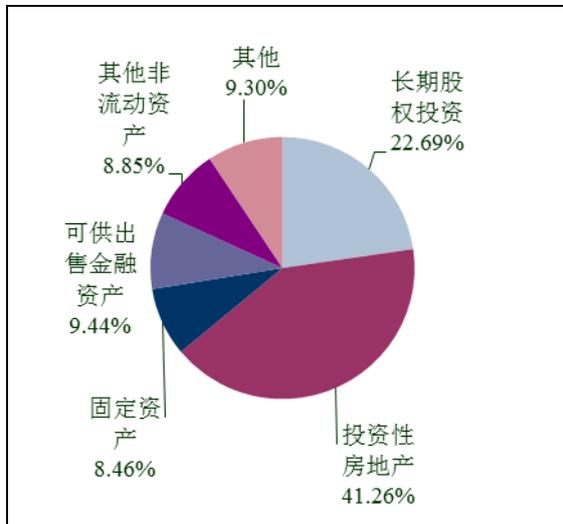
截至2017年底,公司存货账面余额1410.08亿元(计提跌价准备2.95亿元),同比增长58.27%,主要系开发成本的增加。其中,开发产品账面价值148.17亿元(占10.53%,计提跌价准备2.19亿元),主要包括“泰禾中央广场”项目(余额17.42亿元)、“东二环泰禾广场西区”项目(余额15.11亿元)、“北京院子”项目(余额13.63亿元)和“泰禾红悦广场项目”项目(余额12.66亿元)等;开发成本账面价值1258.41亿元(占89.43%),主要包括“西府大院”项目、“新孙河”项目、“坪山中央广场”“泰禾中央广场”项目等。截至2017年底,公司存货中548.20亿元用于抵押借款,抵押比例较高。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。房地产市场价格波动，将对公司大规模存货产生重大影响。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 298.60 亿元，较上年底增长 92.75%，主要系长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产增加所致，由可供出售金融资产（占 9.44%）、长期股权投资（占 22.69%）、投资性房地产（占 41.26%）、固定资产（占 8.46%）和其他非流动资产（占 8.85%）等构成。

图 3 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

注：其他包括长期应收款、无形资产、商誉、递延所得税资产等。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 28.18 亿元，同比大幅增长 18.60 亿元，主要是本期增加对浙江浙商产融股权投资 20.00 亿元所致，截至 2017 年底，可供出售金融资产还包括外贸信托汇鑫 56 号结构化债券投资集合资金投资（3.55 亿元）和 CITIC Capital London Mayfair Property Fund L.P（2.73 亿元）等。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 67.77 亿元，同比大幅增长 59.38 亿元，主要系本期增加对联营企业和合营企业投资所致。其中，公司新增对联营企业北京科技园建设（集团）股份有限公司投资 19.85 亿元，对杭州临安同人置业有限公司投资 7.84 亿元，对北京侨禧投

资有限公司投资 7.35 亿元。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 123.20 亿元，同比增长 24.45%，主要系存货、固定资产和在建工程转入所致。公司投资性房地产采用公允价值计量，本期计入公允价值变动损益的金额为 1.14 亿元。同期，公司投资性房地产中 103.94 亿元作为借款抵押，占总额的 84.37%，受限规模较大。

截至 2017 年底，公司固定资产 25.26 亿元，较上年底增长 33.27%，主要系新增自有物业所致。

截至 2017 年底，公司在建工程 0.97 亿元，主要是投资建设泰禾酒店项目产生。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 26.42 亿元，其中，公司认购的大业信托·泰禾山西太原项目集合资金信托计划劣后级份额 7 亿元，认购的平安-泰禾集团购房尾款资产支持专项计划刺激资产支持证券份额 0.79 亿元，认购的西部信托·瑞鑫汇富集合资金信托计划劣后级份额 7.09 亿元，上海爱建信托有限责任公司信托专户 0.32 亿元，公司尚未完成的并购项目支付的股权收购款 11.20 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 2271.66 亿元，较 2017 年底增长 10.05%；其中流动资产占 87.02%，非流动资产占 12.98%，流动资产占比有所提高。截至 2018 年 3 月底，公司流动资产 1976.76 亿元，较 2017 年底增长 11.96%，其中货币资金 242.41 亿元，较 2017 年底增长 46.16%，主要系销售回款及融资收到的现金增加所致；应收账款 19.34 亿元，较 2017 年底增长 50.92%，主要系项目结转应收购房尾款增加所致；其他应收款 219.53 亿元，较 2017 年底增长 55.96%，主要系并购项目保证金及合作项目财务资助增长所致；其他流动资产 24.32 亿元，较 2017 年底增长 47.00%，主要系预缴税费增加所致。截至 2018 年 3 月底，公司非流动资产 294.91 亿元，较 2017 年底小幅下降 1.24%，相关科目较 2017 年底均变动不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增

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，但公司存货和投资性房地产受限比例较大。整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 251.19 亿元，同比增长 15.67%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致，其中少数股东权益 90.11 亿元，归属于母公司的所有者权益 161.08 亿元，归属于母公司所有者权益中实收资本占 7.73%，资本公积占 28.76%，其他综合收益占 20.54%，盈余公积占 1.17%，未分配利润占 41.80%。

截至 2017 年底，公司少数股东权益 90.11 亿元，较上年底增长 20.40%，主要系非全资子公司增加所致，其中公司 2017 年新发行永续债 5.00 亿元，系子公司北京泰禾嘉兴房地产开发有限公司取得兴业银行股份有限公司的可续期信托贷款。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 262.12 亿元（含少数股东权益 94.57 亿元），较 2017 年底增长 4.35%，主要是资本公积和少数股东权益增长所致。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模有所扩大，未分配利润和其他综合收益占比较高，公司所有者权益整体稳定性一般。

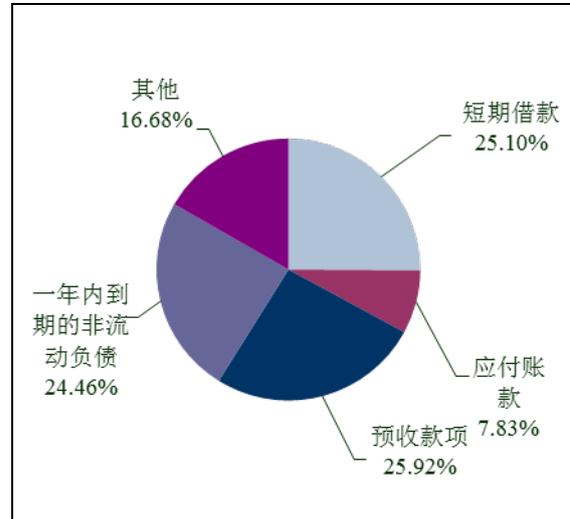
负债

截至 2017 年底，公司负债总额 1813.02 亿元，同比增长 78.36%；其中，流动负债占 47.93%，非流动负债占 52.07%，流动负债占比同比提高 5.15 个百分点。公司负债结构中，非流动负债占比略高。

截至 2017 年底，流动负债合计 869.07 亿元，同比增长 99.81%，主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；主要由短期借款（占 25.10%）、应付账款（占 7.83%）、预收款项（占 25.92%）、其他应付款（占 12.15%）

以及一年内到期的非流动负债（占 24.46%）构成。

图 4 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

注：其他包括应付票据、应交税费等。

截至 2017 年底，公司短期借款 218.16 亿元，同比增长 52.46%，主要为金融机构的借款（包括银行、信托等），占 87.17%。公司金融机构借款以部分存货作抵押，以部分应收账款及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。

截至 2017 年底，公司应付账款 68.09 亿元，同比增长 10.61%，系公司业务规模的增长导致应付工程款项增长。

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。受公司开发项目实现预售的规模持续增长的影响，公司预收款项增速较快。截至 2017 年底，公司预收款项 225.24 亿元，同比增长 47.82%，主要来自“泰禾中央广场”项目、“南邵 07 地块”“泰禾长安中心”等项目。公司预收账款保持较大规模，对未来结算收入的确认提供一定保障。

截至 2017 年底，公司其他应付款 105.56 亿元，同比大幅增长 94.56 亿元，主要系往来款和未付股权转让款大幅增长所致；其中，往来款占比 53.03%，未付股权转让款占比

36.20%。截至 2017 年底，公司其他应付款前五名债权人分别为杭州艺辉商务咨询有限公司（欠款 7.62 亿元）、沃得国际控股有限公司（欠款 7.61 亿元）、沃得重工（中国）有限公司（欠款 7.53 亿元）、济南高新控股集团有限公司（欠款 7.08 亿元）和裕达隆农艺园(增城)有限公司（欠款 6.95 亿元）。

公司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。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 212.60 亿元，同比大幅增加 169.31 亿元，其中一年内到期的金融机构借款（银行、信托）为 176.14 亿元（占 82.85%）、一年内到期的应付债券 36.45 亿元（占 17.15%）。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 943.95 亿元，以长期借款（占比 74.71%）以及应付债券（占比 23.19%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款 705.26 亿元，同比增长 79.57%，主要由银行借款（占 9.72%）、金融机构-其他（24.75%）和信托借款（占 65.54%）构成。

截至 2017 年底，公司应付债券 218.93 亿元，同比增长 25.72%，主要系 2017 年发行非公开公司债“17 泰禾 01”和“17 泰禾 02”以及中期票据“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”所致。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 2009.54 亿元，较 2017 年底增长 10.84%，主要系其他应付款和长期借款增加所致；其中流动负债 999.64 亿元（占 49.74%），非流动负债 1009.90 亿元（占 50.26%），流动负债占比较 2017 年底有所上升。

有息债务方面，将长期应付款中的有息部分计入有息债务，截至 2017 年底，公司全部债务 1362.12 亿元，同比大幅增长 80.39%，其中，短期债务 433.91 亿元（占 31.86%），同比增长 130.57%；长期债务 928.20 亿元（占 68.14%），同比增长 63.74%。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 1496.68 亿元，较 2017 年底增长

9.88%。其中，短期债务 502.38 亿元（占 33.57%），较 2017 年底增长 15.78%；长期债务 994.30 亿元（占 66.43%），较 2017 年底增长 7.12%。公司有息债务以长期债务为主。

债务指标方面，2017 年，受债务规模增长的影响，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上升趋势，分别为 87.83%、84.43%和 78.70%，分别较 2016 年底增加 5.43 个百分点、6.77 个百分点和 6.40 个百分点。截至 2018 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 88.46%、85.10%和 79.14%，较 2017 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。

截至 2018 年 3 月底，公司永续债余额为 42.45 亿元，计入少数股东权益，考虑到永续债具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为其在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑永续债后，截至 2018 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率将分别上升至 90.33%、87.51%和 82.52%。

图 5 2015~2018 年 3 月底公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

截至目前，公司公开市场存续的债券包括八期私募债“15 泰禾债”、“15 泰禾 02”、

“15 泰禾 03”“15 泰禾 04”、“15 泰禾 05”、“16 泰禾 01”、“17 泰禾 01”和“17 泰禾 02”共 170 亿元；三期中期票据“16 泰禾 MTN001”、“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”共 55 亿元；两期公司债“16 泰禾 02”和“16 泰禾 03”共计 45 亿元；美元债“18 泰禾美元债 01”、“18 泰禾美元债 02”和“18 泰禾美元债 03”共计 7.55 亿美元。公司所有者权益中包含永续债共计 42.45 亿元，同时考虑公司现存银行借款情况，初步测算，公司 2018 年下半年到期债务规模在 250 亿元以上；2019 年到期债务规模在 590 亿元以上；2020 年到期债务规模在 440 亿元以上，公司债务负担很重，偿债压力大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模快速增长，流动负债占比上升；有息债务规模迅速扩张，整体债务负担很重，偿债压力很大。

4. 盈利能力

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，2017 年公司实现营业收入 243.31 亿元，同比增长 17.38%。同期，公司营业成本 176.09 亿元，同比增长 8.32%，增速低于营业收入增速，同期公司营业利润率提高至 21.25%。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 25.72 亿元，同比增长 80.70%。公司期间费用中销售费用占比较高，2017 年，公司销售费用 11.27 亿元，同比增长 83.34%，主要原因系销售推广力度加大所致。2017 年，公司管理费用 7.36 亿元，同比增长 68.63%；财务费用 7.09 亿元，受利息支付大幅增加影响同比增幅较大。2017 年，公司期间费用占营业收入的比重为 10.57%，占比提高 3.70 个百分点，费用控制水平有待加强。

非经营性损益方面，2017 年，公司实现投资收益 5.39 亿元，主要为公司通过大宗交易方式出售公司持有的东兴证券 3400 万股获得的投资收益；公允价值变动损益 1.21 亿元，主要

为按公允价值计量的投资性房地产的增值。2017 年，公司投资收益和公允价值变动损益合计 6.61 亿元，占利润总额的 22.07%，对利润总额影响大。

2017 年，公司营业外收入 1.89 亿元，较上年增长 1.58 亿元，主要是公司转让三农化学全部股权，原三农化学厂房拆迁及重建收到的计入递延收益的政府补助一次性转入营业外收入所致；同期，公司营业外支出 2.42 亿元，较上年增长 1.77 亿元，主要系对外捐赠、违约金、赔偿金等增加所致。2017 年，公司支付违约金 1.60 亿元，主要为计提商业承兑汇票相应的预计负债 0.69 亿元，天津泰禾金尊府事故赔偿金¹0.23 亿元，逾期交房等违约支出 0.51 亿元。

2017 年，公司利润总额为 29.93 亿元，较 2016 年增长 29.55%，盈利水平稳步提高。

盈利指标方面，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.94%和 9.29%，分别较上年减少 0.18 个和增加 1.40 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 59.89 亿元，同比增长 35.73%，为 2017 年营业收入的 24.61%；同期，公司实现利润总额为 4.17 亿元，同比增长 28.37%，为 2017 年利润总额的 13.94%。2018 年 1~3 月，公司营业利润率为 20.60%，较 2017 年全年水平减少 0.64 个百分点。

图 6 2015~2018 年一季度公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报表整理

¹ 2017 年 12 月 3 日，公司天津泰禾金尊府项目发生重大火灾事故。

总体看，跟踪期内，公司营业收入和利润水平快速增长，盈利能力有所提高，但期间费用控制能力有待提高；非经营性损益对公司利润总额影响较大。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。

5. 现金流及保障

从经营活动来看，2017年，受益于房地产销售获取的现金收入大幅增长，公司经营活动现金流入量为365.81亿元，同比增长66.27%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金324.01亿元，占88.57%，同比增长55.83%，主要是房地产项目销售回款。收到其他与经营活动有关的现金41.80亿元，同比大幅增长，主要是资金往来收到的现金增加和使用受限资金本期减少所致；同期，公司经营活动现金流出量为491.34亿元，其中，购买商品、接受劳务支付的现金272.07亿元，占87.23%，支付其他与经营活动有关的现金171.83亿元，大幅增加，主要是资金往来增加所致。2017年，公司经营活动现金净流量为-125.53亿元，由于在建项目较多，经营现金流处于净流出状态，且净流出规模较上年有所扩大。2017年，公司现金收入比为133.17%，较2016年提高32.86个百分点，公司经营获现能力有所提升。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入量为35.97亿元，其中收回投资收到的现金7.35亿元，处置子公司及其他单位收到的现金3.84亿元，收到其他与投资活动有关的现金24.72亿元（主要是收回合作方资金资助款及利息24.35亿元）；同期，公司投资活动现金流出量为349.21亿元，其中取得子公司等支付的现金净额157.86亿元，投资支付的现金104.32亿元，支付其他与投资活动有关的现金77.75亿元（主要为支付合作款和股权收购款）。2017年，公司投资活动现金净流量为-313.23亿元，投资活动现金持续净流出，且规模扩大。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动

现金流入量为1235.55亿元，较上年增长36.61%，主要是公司新增项目较多，开发投资和股权并购资金需求较大所致，其中取得借款收到的现金1115.99亿元，发行债券收到的现金94.53亿元；同期，公司筹资活动流出量为750.89亿元，其中偿还债务支付的现金635.24亿元，分配股利、利润或偿还利息支付的现金88.08亿元。2017年，公司筹资活动净流量为484.66亿元，公司融资规模持续扩大。

2018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-45.99亿元、-49.78亿元和173.13亿元，经营活动和投资活动均为净流出，对筹资活动依赖度较高。

总体来看，跟踪期内，随着公司业务规模的持续扩张，公司经营净现金流和投资活动净现金流呈现持续大规模流出状态，随着公司在建项目后续的投入加大，公司存在很大的外部融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为203.16%和41.25%，均较2016年有所下降，由于公司存货规模较大，速动比率较低。截至2018年3月底，上述比率分别为197.75%和53.31%，较2017年底分别减少5.41个和增加12.06个百分点。2017年公司经营现金流动负债比为-14.44%。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，2017年，EBITDA利息倍数为0.46倍，EBITDA对利息保护能力弱。全部债务/EBITDA为34.87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2018年3月底，公司对外提供担保合计39.00亿元（实际担保金额26.05亿元），占净资产的14.88%，被担保企业主要为公司出资设立的合营房地产开发项目公司。

截至 2018 年 3 月底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计 970.90 亿元，已使用 345.08 亿元，尚未使用额度 625.82 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 2018 年 6 月 15 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。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。上述不良和关注类记录均为公司重组前福建三农的遗留问题，泰禾集团已根据相关协议已予以结清。

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，同时，公司债务负担已很重，融资压力及偿债压力大。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一般。

十、存续债券偿债能力分析

截至 2018 年 3 月底，联合资信评级的 15 亿元“17 泰禾 MTN001”和 20 亿元“17 泰禾 MTN002”将于 2020 年到期兑付。

2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 39.06 亿元和 365.81 亿元，对存续期内债券的保护倍数分别为 1.12 倍和 10.45 倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障程度较好，EBITDA 对存续期内债券保障程度尚可。

目前公司公开市场存续的债券包括八期私

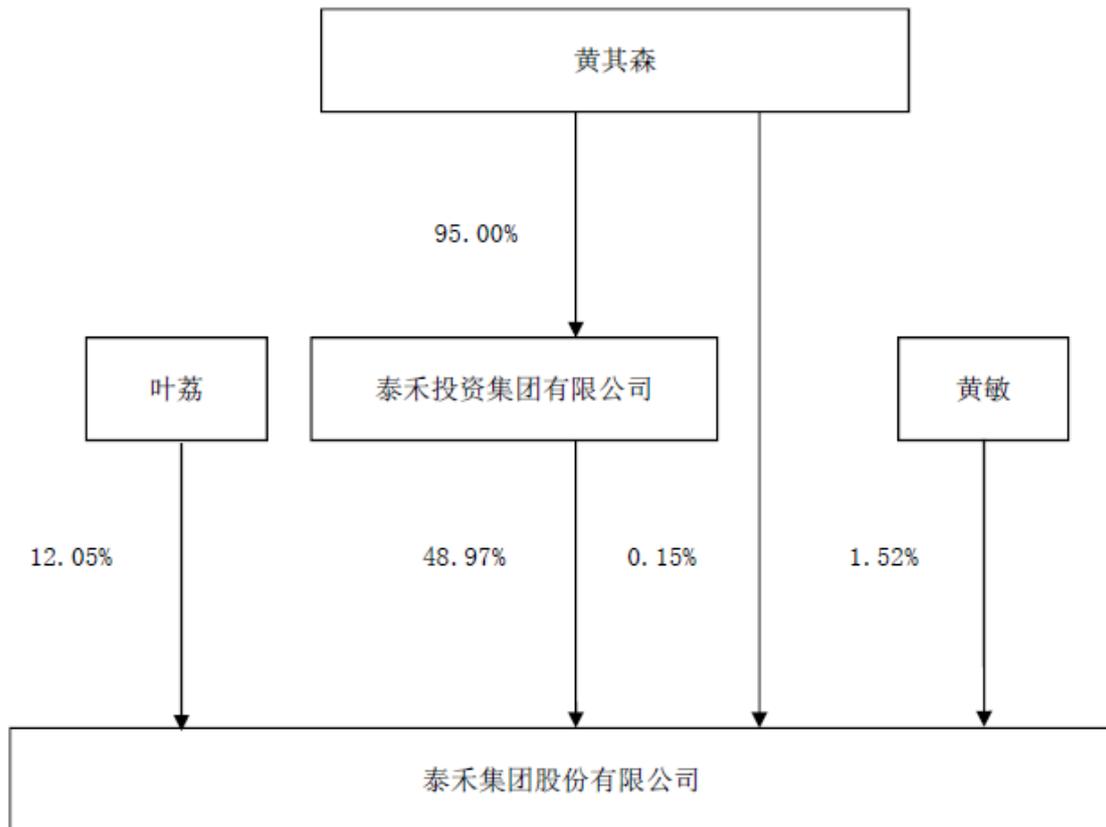
募债“15 泰禾债”、“15 泰禾 02”、“15 泰禾 03”、“15 泰禾 04”、“15 泰禾 05”、“16 泰禾 01”、“17 泰禾 01”和“17 泰禾 02”共计 170 亿元；三期中期票据“16 泰禾 MTN001”、“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”共计 55 亿元；两期公司债“16 泰禾 02”和“16 泰禾 03”共计 45 亿元；美元债共计 7.55 亿美元（“18 泰禾美元债 01”、“18 泰禾美元债 02”和“18 泰禾美元债 03”）。将美元债以 2018 年 6 月底汇率折算为人民币，公司债券存续期内的偿债高峰期是在 2020 年，当年规模最高偿还额度为 95 亿元（“17 泰禾 01”和“17 泰禾 02”合计 60 亿元、“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”合计 35 亿元，以下简称“测算额度”）。

2017 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流量对测算额度的保护倍数分别为 0.41 倍和 3.85 倍。公司经营活动现金流入对单独年度内最高偿还额的保障程度较高。考虑到公司 2018 年 3 月底长期借款 705.26 亿元中大部分将于 2018~2020 年到期，公司未来三年集中偿付压力大。

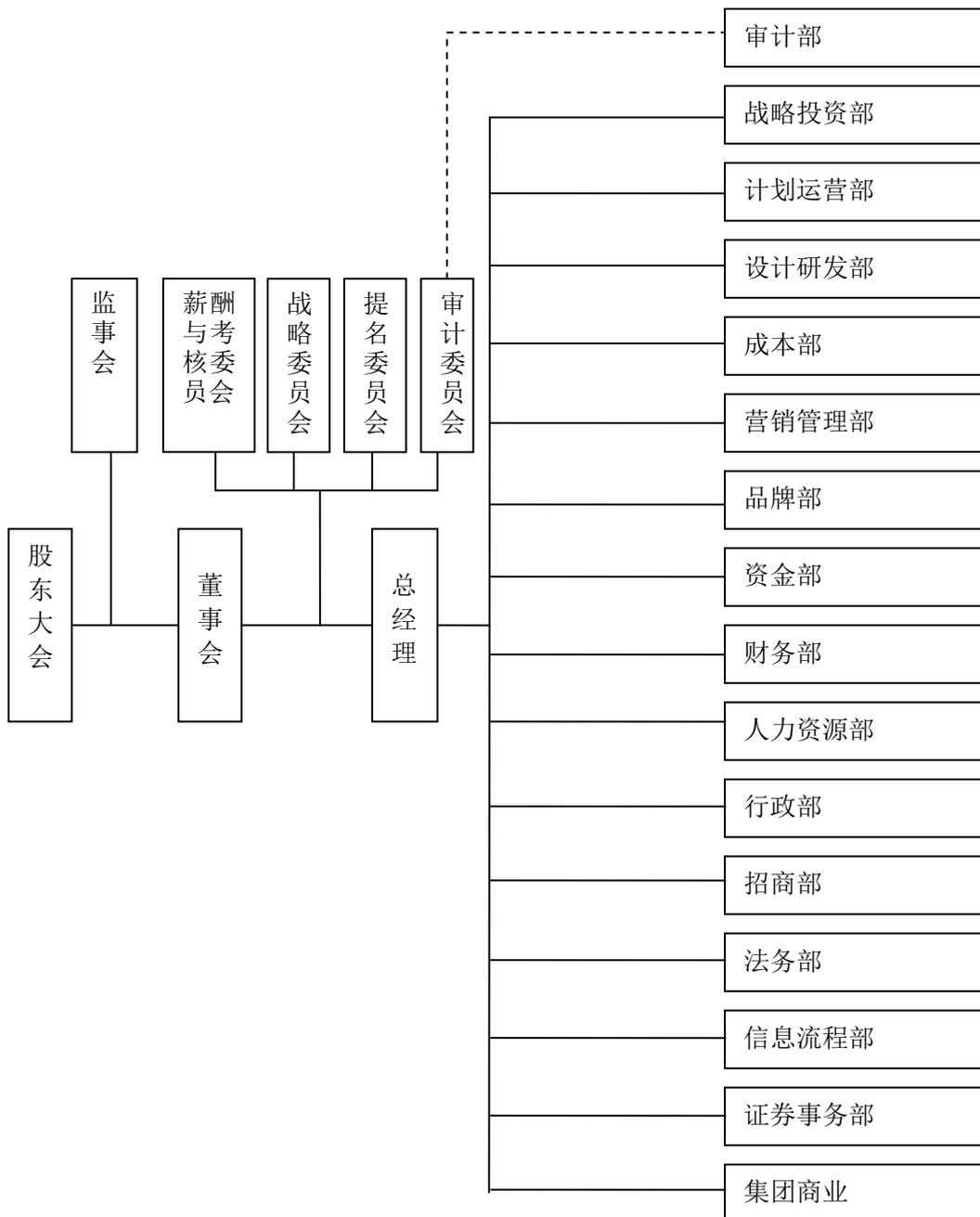
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持泰禾集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”的信用等级为 AA⁺。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.22	91.13	133.97	210.35
资产总额(亿元)	847.81	1233.65	2064.21	2271.66
所有者权益(亿元)	170.68	217.16	251.19	262.12
短期债务(亿元)	125.27	188.19	433.91	502.38
长期债务(亿元)	331.15	566.89	928.20	994.30
全部债务(亿元)	456.42	755.08	1362.12	1496.68
营业收入(亿元)	148.13	207.28	243.31	59.89
利润总额(亿元)	16.78	23.10	29.93	4.17
EBITDA(亿元)	19.75	27.11	39.06	--
经营性净现金流(亿元)	-23.51	-101.41	-83.73	-45.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.03	27.85	21.58	--
存货周转次数(次)	0.19	0.22	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.20	0.20	0.15	--
现金收入比(%)	126.57	100.31	133.17	152.38
营业利润率(%)	20.51	14.93	21.25	20.60
总资本收益率(%)	2.45	2.12	1.94	--
净资产收益率(%)	7.41	7.89	9.29	--
长期债务资本化比率(%)	65.99	72.30	78.70	79.14
全部债务资本化比率(%)	72.78	77.66	84.43	85.10
资产负债率(%)	79.87	82.40	87.83	88.46
流动比率(%)	223.81	248.01	203.16	197.75
速动比率(%)	47.94	43.72	41.25	53.31
经营现金流流动负债比(%)	-7.12	-23.32	-14.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.33	0.48	0.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.11	27.85	34.87	--

注 1. 其他应付款和长期应付款中的有息部分计入有息债务; 2. 2018 年一季度财务数据未经审计; 3. 现金类资产已扣除使用受限的货币资金。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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。