跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1365 号

旭辉集团股份有限公司 ：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的 “18 旭辉 03”和“18 旭辉 05”进行跟踪评级，确定：

旭辉集团股份有限公司 主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

旭辉集团股份有限公司公开发行的 “18 旭辉 03”和“18 旭辉 05”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

旭辉集团股份有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 旭辉 03	25.00 亿元	3 年（2+1）	AAA	AAA	2018/4/13
18 旭辉 05	8.75 亿元	4 年（3+1）	AAA	AAA	2018/8/15

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	655.13	1,086.44	1,920.15
所有者权益（亿元）	154.83	223.92	390.13
长期债务（亿元）	118.47	185.53	341.15
全部债务（亿元）	145.17	260.34	420.16
营业收入（亿元）	190.79	165.97	372.04
净利润（亿元）	27.23	36.37	72.45
EBITDA（亿元）	40.20	47.24	90.15
经营性净现金流（亿元）	61.87	-81.87	25.55
营业利润率（%）	24.00	27.82	20.64
净资产收益率（%）	35.18	19.20	23.60
资产负债率（%）	76.37	79.39	79.68
全部债务资本化比率（%）	48.39	53.76	51.85
流动比率（倍）	1.54	1.45	1.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.18	0.21
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	2.85	2.51
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.19	1.40	2.67

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，旭辉集团股份有限公司（以下简称“公司”或“旭辉集团”）通过合作开发保持较快的扩张速度，合约销售额较快增长，公司相应加大新开工力度并继续补充土地储备，公司目前土地储备充足且质量较高；同时，公司资产和所有者权益规模大幅提升，经营活动现金流大幅改善。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司在建及拟建房地产项目后续开发仍需大规模的资金，扩张速度较快对管理能力提出更高的要求，债务规模增长较快，2020年面临一定的债务集中偿付压力，未分配利润和所有者权益占比较高，对外担保规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建和拟建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望提升。

综上，联合评级维持旭辉集团的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18 旭辉 03”和“18 旭辉 05”的信用等级为“AAA”。

优势

1．公司是港股上市公司旭辉控股集团有限公司（以下简称“旭辉控股”）旗下的主要地产业务开发运营实体，开发经验丰富，具有较高的品牌知名度。

2．2018年，公司保持较快发展速度，合约销售额大幅提高，新开工面积继续增长，目前公司土地储备充足且质量较高。

3．2018年，公司资产和所有者权益规模大幅扩大，经营活动净现金流大幅改善，整体债务负担仍处于合理水平。

关注

1．2018年，公司合作开发规模继续扩大，

项目和资金管理难度进一步加大；此外，公司对参股项目担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

2. 2018年，公司开发规模继续扩大，获取土地储备力度仍较大，在建和拟建项目的后续开发均需要较大规模的资金投入；伴随公司业务不断扩张其债务规模较快上升，2020年面临一定的债务集中偿付压力。

3. 公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，稳定性较弱；公司筹资活动前净现金流持续大规模净流出。

分析师

罗星驰
电话：010-85172818
邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

王彦
电话：010-85172818
邮箱：wangyan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www. unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次债券到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

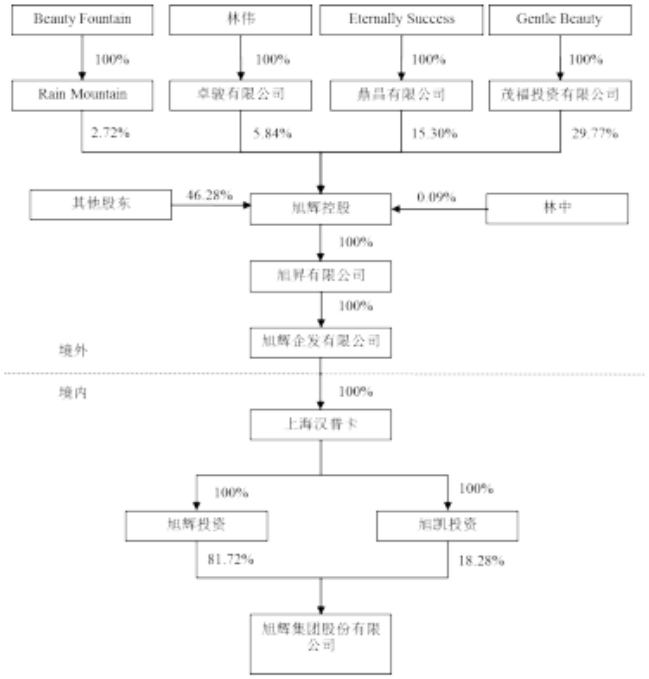
联合信用评级有限公司

一、主体概况

旭辉集团股份有限公司（以下简称“旭辉集团”或“公司”）前身系 2000 年 8 月 15 日成立的上海永升置业有限责任公司，初始注册资本 998.00 万元。2006 年 12 月 3 日，公司全体股东将截至 2006 年 11 月 30 日经审计后的净资产 4.77 亿元按各自享有的份额折股变更为股份有限公司，并将公司名称变更为现名。

后历经多次股权转让、增资等，截至 2018 年底，公司注册资本和实收资本均为 35.00 亿元，公司控股股东为上海旭辉投资咨询有限公司（以下简称“旭辉投资”）；林中、林伟和林峰（三人为兄弟关系）通过其实际控制的旭辉投资控制公司，为公司的实际控制人[1]，公司股权结构如下图所示。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事房地产开发、物业投资及管理、建筑及装饰工程施工、酒店管理等业务。

截至 2018 年底，公司总部下设营销管理部、市场策略部、客户关系部、成本管理部、投资发展部、企业管理部和法务风控部等 30 个职能部门，一线公司下设 22 个城市区域事业部；纳入合并范围的子公司 444 家；在职员工 7,300 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,920.15 亿元，负债合计 1,530.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）390.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 261.45 亿元。2018 年，公司实现营业收入 372.04 亿元，净利润（含少数股东损益）72.45 亿元；经营活动现金流量净额为 25.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 60.40 亿元。

[1] Beauty Fountain 及 Eternally Success 由 SCTS Capital Pte. Ltd.全资拥有，SCTS Capital Pte. Ltd.由 Standard Chartered Trust 全资拥有，而 Standard Chartered Trust 则为林中和林峰各自的家族信托的受托人，根据香港《证券与期货条例》的规定，林中和林峰被视为实益拥有 Beauty Fountain 和 Eternally Success 间接持有的公司股份。Gentle Beauty 亦由 SCTS Capital Pte. Ltd.全资拥有，SCTS Capital Pte. Ltd.由 Standard Chartered Trust 全资拥有，而 Standard Chartered Trust 则为林氏家族信托的受托人，林中先生、林伟先生及林峰先生的若干家庭成员为林氏家族信托的全权信托对象，根据香港《证券与期货条例》的规定，林中、林伟及林峰被视为实益拥有 Gentle Beauty 间接持有的公司股份。

公司注册地址：青浦区练塘镇练新东路；法定代表人：林中。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可[2018]1047 号”核准，公司在中国境内公开发行不超过 34.95 亿元（含 34.95 亿元）的公司债券。公司已于 2018 年 8 月发行“旭辉集团股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”，债券简称“18 旭辉 03”，发行规模为 25.00 亿元，最终票面利率为 5.46%，债券期限为 3 年，起息日为 2018 年 8 月 9 日。公司于 2018 年 10 月发行“旭辉集团股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）”，债券简称“18 旭辉 05”，发行规模为 8.75 亿元，最终票面利率为 6.39%，债券期限为 4 年，起息日为 2018 年 9 月 19 日。

截至本报告出具之日，“18 旭辉 03”、“18 旭辉 05”募集资金已使用完毕，募集资金扣除发行费用后用于偿还部分已发行公司债券的回售金额，募集资金均按照募集说明书的约定用途进行正常使用，不存在与募集说明书中约定的用途不一致的情况。

截至本报告出具之日，“18 旭辉 03”和“18 旭辉 05”暂未到第一个付息日。

三、行业分析

目前公司主要收入来源于房地产开发与销售，属于房地产行业。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 年一季度，全国房地产开发投资 23,803 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧处于高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。房地产开发企业到位资金 38,948 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.8 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，但中央政治局会议重申“房住不炒”，预计后续市场仍以“稳”为主。

2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

2018 年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019 年两会明确提出“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019 年 4 月 19 日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。”

总体看，2018 年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019 年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市。政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2．行业关注

（1）行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3．未来发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2018 年 6 月，黄钰昌和张良因个人原因离职，不再担任公司独立董事；孔鹏因个人原因离职不再担任公司高级管理人员。2018 年 6 月起，张亦春和陈亚初担任公司独立董事。除此之外，公司董事、监事和其他高层管理人员及内部管理制度未发生变化。

总体看，2018 年公司高层管理人员发生一定变动，但公司内部控制管理维持稳定，公司管理人员变动未对公司日常经营产生重大影响。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务仍为房地产开发与销售，业务板块包括房地产销售、物业出租、物业管理及物业相关服务等。2018 年公司实现营业收入 372.04 亿元，同比大幅增长 124.16%，主要系已开发项目竣工数量增加，收入结转增加所致；实现净利润 72.45 亿元，同比增长 98.89%，其中归属于母公司所有者的净利润 59.19 亿元。

从收入构成来看，房地产销售仍是公司收入的主要来源，2018 年房地产销售收入 340.10 亿元，同比增长 125.83%，主要系公司项目增多且逐步竣工交付，销售收入大幅增加所致。物业出租收入 1.62 亿元，同比增长 115.06%，主要系出租自持商铺及办公楼收取的租金收入增加所致。物业管理及相关服务收入 30.33 亿元，同比增长 107.41%，主要系公司合作项目增多，向合营联营企业收取的管理费增多所致。物业出租和物业相关服务占比较小。

毛利率方面，2018 年，公司房地产销售毛利率同比下降 10.30 个百分点至 23.04%；主要系 2018 年结转项目中并购获取的项目相对较多所致，根据会计准则，该类项目成本需以收购时的公允价值计量，且该公允价值通常高于收购时公司所实际支付的历史成本，进而导致毛利率有所下降。公司物业出租毛利率 83.26%，同比提高 15.75 个百分点，主要系自持商铺及办公楼收取的租金收入增加所致；公司物业管理及相关服务毛利率 75.13%，同比提高 14.11 个百分点，主要系公司合作项目增多，向合营联营企业收取的管理费增多所致。综上，2018 年，公司综合毛利率 27.55%，同比下降 8.38 个百分点。

表1　2016~2018年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	175.64	92.06	27.72	150.60	90.74	33.34	340.10	91.41	23.04
物业出租	0.60	0.32	91.09	0.75	0.45	67.51	1.62	0.43	83.26
物业管理及物业相关服务	14.55	7.63	56.17	14.62	8.81	61.02	30.33	8.15	75.13
合计	**190.79**	**100.00**	**30.09**	**165.97**	**100.00**	**35.93**	**372.04**	**100.00**	**27.55**

资料来源：公司年报，联合评级整理。

总体看，公司营业收入主要来自房地产销售，2018 年收入同比大幅增加，同时公司物业出租、物业管理及物业相关服务收入规模也有所增长；毛利率方面，由于并购项目规模较大，其会计计量方式导致房地产销售毛利率下降，进而整体拉低公司综合毛利率。

2．土地储备情况

公司致力于发展成为全国性的房地产开发企业，在上海、北京以及在市场表现较好的二线城市保持着稳健的获取土地储备的步伐。截至 2018 年末，公司的房地产开发项目覆盖长三角、环渤海、中西部及其他共三大区域的 49 个城市。

从土地获取方式来看，公司主要通过“招拍挂”参与土地竞拍的方式获取土地；其他方式包括投资或收购持有房地产的公司、向项目原拥有人收购在建工程、联合其他房地产开发商成立合营企业以及一二级联动开发等方式。

2018 年公司新增土地储备规划建筑面积为 1,008 万平方米，同比下降 8.11%；新增权益土地

储备建筑面积 503 万平方米，同比增长 0.80%。2018 年，公司土地获取楼面均价下降至 6,694 元/平方米，主要与获取土地的地理位置分布有关。2018 年，公司获取的土地分布于 39 个城市，其中占比较高的城市包括重庆、嘉兴、杭州、沈阳、武汉、佛山等。

表2　2016~2018年公司获取土地情况（单位：个、万平方米、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
项目数量	27	64	70
规划建筑面积	394	1,097	1,008
楼面均价	5,475	8,451	6,694
权益土地储备建筑面积	191	499	503

资料来源：公司提供

公司土地储备均衡分布于全国三大区域，包括长三角区域、环渤海区域、中西部区域及其他地区。截至 2018 年底，三大区域土地储备总建筑面积分别占比 39.47%、20.61%和 39.92%，土地储备权益建筑面积分别占比 37.85%、18.99%和 43.15%。若仅从每年新开工的面积来看，公司现有的土地储备规模可满足未来 2~3 年发展需要。

表3　截至2018年底公司土地储备的区域分布情况（单位：万平方米）

项目区域	土地储备总建筑面积	土地储备权益建筑面积
长三角地区	1,214.23	541.37
环渤海地区	634.08	271.65
中西部及其他地区	1,228.02	617.18
合计	**3,076.33**	**1,430.20**

注：1、土地储备统计口径为剩余尚未确认出售建筑面积（不包括停车位），即包含已竣工未售建筑面积、在建项目建筑面积和拟建项目建筑面积，不含竣工已售建筑面积和停车位。2、长三角区域包含上海、浙江、江苏、江西及安徽；环渤海区域包含北京、天津、山东、辽宁及河北；中西部区域及其他地区包含重庆、福建、四川、湖南、湖北、陕西、河南、海南、广西及广东。
资料来源：公司提供

从城市等级分布来看，截至 2018 年底，公司持有土地储备的规划建筑面积为 3,076.33 万平方米，权益建筑面积为 1,430.20 万平方米，主要分布于二线城市，其中一线城市土地储备权益建筑面积为 68.35 万平方米（占 4.78%），较年初下降 4.31%；二线城市权益建筑面积为 1,165.25 万平方米（占 81.13%），较年初增长 35.62%；三线及以下城市权益建筑面积为 196.60 万平方米（占 14.09%），较年初增长 124.83%。

表 4　截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：万平方米）

城市类型	一线城市	土地储备总规划建筑面积	土地储备权益建筑面积
一线城市	北京	102.06	29.56
	上海	66.11	35.42
	广州	14.36	3.37
小计		**182.53**	**68.35**
二线城市	苏州	119.92	56.90
	合肥	268.22	86.21
	南京	79.25	29.83
	杭州	180.13	86.60
	天津	106.78	28.64
	沈阳	117.96	82.97

	重庆	424.67	163.29
	长沙	108.22	63.86
	武汉	238.03	109.18
	福州	0.37	0.37
	无锡	67.70	30.37
	宁波	71.25	30.70
	石家庄	9.22	5.99
	青岛	98.12	48.39
	济南	64.49	30.22
	大连	1.63	1.63
	成都	62.89	28.70
	西安	73.27	39.45
	郑州	17.36	10.42
	厦门	1.94	1.94
	南宁	13.33	10.04
	东莞	8.47	8.47
	佛山	101.69	77.48
	温州	119.94	39.97
	银川	28.51	11.40
	芜湖	27.29	10.92
	常州	26.31	19.50
	徐州	42.03	20.85
	贵阳	19.92	19.92
	湘潭	18.65	9.33
	南昌	5.04	1.71
小计		**2,527.59**	**1,165.25**
三线城市	镇江	0.21	0.21
	嘉兴	109.03	73.63
	廊坊	3.61	3.61
	三亚	1.88	0.94
	临沂	96.92	31.64
	衢州	18.21	9.11
	泉州	16.99	16.99
	许昌	15.98	13.92
	潍坊	15.15	3.86
	南通	7.84	4.00
	淄博	6.73	3.37
	济宁	6.42	1.77
	台州	5.74	5.45
	江门	33.09	15.27
	中山	28.41	12.85
小计		**366.21**	**196.60**
合计		**3,076.33**	**1,430.20**

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备可满足公司未来 2~3 年的开发需求；公司土地储备分布较广，主要集

中在二线城市，土地储备质量较好。

3．项目运营情况

从开发建设情况看，2018 年公司新开工面积 1,557.10 万平方米，同比增长 82.92%，主要系公司处于扩张期，加大开工力度所致；同期，公司竣工面积为 567.05 万平方米，同比大幅增长 263.40%；公司期末在建面积为 2,281.56 万平方米，较年初增长 95.23%，在建面积规模较大。

表5　2016~2018年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	344.82	851.26	1,557.10
竣工面积	178.28	156.04	567.05
期末在建面积	526.43	1,168.64	2,281.56

注：1、上表统计口径为总建筑面积；2、2018 年，公司期末在建面积不等于 2017 年期末在建面积+2018 年新开工面积-2018 年竣工面积，主要系 2018 年统计口径以取得施工证的时间为准所致。
资料来源：公司提供

从在建项目投资情况看，截至 2018 年底，公司在建项目预计权益总投资 1,785.38 亿元，已完成权益投资 995.40 亿元，完成比例为 55.75%，尚需完成投资 789.98 亿元。截至 2018 年底，公司拟建项目总建筑面积为 340.84 万平方米，未来存在较大的资本支出。整体看，未来公司项目开发尚需投资的规模大，公司存在较为强烈的资金需求。

总体看，公司在建项目区域分布在长三角、环渤海、中西部及其他地区，市场环境良好，但在建及拟建项目较多、规模较大，公司将面临较大的资金支出压力。

4．房产销售情况

公司开发区域主要集中在长三角、环渤海等热点地区，受益于较好的房地产销售情况，2018 年，公司签约销售面积为 916.00 万平方米，同比增长 97.41%，签约销售金额同比增长 81.93%至 1,470.00 亿元。2018 年，公司签约销售均价为 16,052.00 元/平方米，同比略有下滑，主要系公司扩大三四线城市占比，三四线城市均价相对较低所致；2018 年，公司竣工结转节奏加快，结转收入金额为 340.00 亿元，同比增长 125.17%。

表 6　2016~2018 年公司房产销售及结转情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积	203.79	464.00	916.00
签约销售金额	362.77	808.00	1,470.00
签约销售均价	17,801.00	17,413.00	16,052.00
结转收入	175.64	151.60	340.10

注：签约销售数据为全口径数据，结转收入为并表口径数据。
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司项目剩余可出售总建筑面积（不包括停车位）合计 2,575.83 万平方米，较年初增长 147.56%；剩余可出售权益建筑面积 1,241.09 万平方米，较年初增长 130.21%。考虑到近年来公司的销售规模，公司剩余可售面积较充裕。

表 7　截至 2018 年底公司剩余可售项目情况（单位：万平方米）

项目区域	剩余可出售总建筑面积（不包括停车位）	剩余可出售权益建筑面积
上海	63.81	33.24
苏州	92.55	44.08
嘉兴	85.64	59.19
杭州	134.74	68.29
合肥	116.84	51.03
镇江	14.57	5.23
无锡	45.29	22.63
宁波	60.34	25.25
南京	78.97	29.74
温州	82.36	27.22
南昌	0.45	0.15
南通	7.19	3.66
常州	25.12	18.75
衢州	16.91	8.45
台州	5.74	5.45
芜湖	26.47	10.59
徐州	27.93	13.80
北京	100.98	29.30
廊坊	3.61	3.61
石家庄	9.22	5.99
天津	91.05	24.70
青岛	67.54	33.54
济南	68.99	30.09
沈阳	105.05	77.85
大连	1.63	1.63
临沂	88.58	29.51
济宁	6.42	1.77
潍坊	12.74	3.25
淄博	3.86	1.93
重庆	358.30	139.57
成都	59.24	27.61
长沙	101.67	60.59
西安	70.79	38.43
武汉	236.42	108.53
郑州	16.01	9.60
许昌	15.98	13.92
湘潭	18.65	9.33
贵阳	18.31	18.31
银川	28.51	11.40
广州	14.36	3.37
佛山	88.54	64.33
三亚	1.69	0.84
厦门	1.94	1.94
南宁	13.33	10.04
东莞	8.47	8.47

中山	28.41	12.85
江门	32.69	15.11
泉州	16.18	16.18
福州	0.37	0.37
合计	**2,575.83**	**1,241.09**

资料来源：公司提供

从地域分布来看，公司签约销售收入主要来自长三角和环渤海地区。2018 年，公司来自长三角、环渤海、中西部及其他地区的签约销售收入分别占 47.6%、24.9%和 27.5%，环渤海地区和中西部及其他地区的签约销售额较 2017 年均大幅增长，占比也随之变大。具体情况如下表所示。

表 8　2017~2018 年公司签约销售地域分布情况（单位：万平方米、亿元、%）

分地区	2017 年				2018 年			
	签约销售面积		签约销售额		签约销售面积		签约销售额	
	面积	占比	金额	占比	面积	占比	金额	占比
长三角	256.0	55.2	516.0	63.9	396.9	43.3	699.7	47.6
环渤海	115.0	24.8	171.0	21.2	219.8	24.0	366.3	24.9
中西部及其他地区	93.0	20.0	121.0	15.0	299.2	32.7	403.9	27.5
合计	**464.0**	**100.0**	**808.0**	**100.0**	**915.9**	**100.0**	**1,469.9**	**100.0**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2018 年，公司签约销售额和销售面积均大幅增长，同时销售区域占比更加均衡；但公司项目多位于一、二线政策调控城市，销售价格受政策影响较大。

5．其他业务

除房地产开发业务外，公司尚有部分物业出租和物业管理收入。2018 年公司物业管理及物业相关服务收入为 30.33 亿元，同比大幅增长，主要系公司合作项目增多，向合营联营企业收取的管理费增多所致；公司物业出租主要系公司出租自持商铺及办公楼收取的租金，2018 年为 1.62 亿元（占营业收入的 0.43%），同比增长 115.06%，主要系出租自持商铺及办公楼收取的租金收入增加所致。公司物业出租和物业相关服务占收入规模比重均较小。

总体看，公司其他业务规模不大，但可为公司盈利提供一定补充。

6．经营关注

（1）未来公司开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建及拟建房地产项目未来均需要投入较大规模的资金，此外，公司处于扩张期间，对于土地储备补充有较强动力，资金需求较为强烈。

（2）快速扩张带来的风险

2018 年，公司签约销售金额、签约销售面积均大幅增长，公司业务快速扩张，已形成长三角、环渤海、中西部三大重点发展区域，业务布局和管理半径不断扩大，对企业的管理能力提出了更高的要求。

（3）合作开发项目增多，管理难度加大

2018年，公司合作开发规模继续扩大，项目和资金管理难度进一步加大。

7．未来发展

未来五年内，公司的目标为不断提升销售额，力争并维持全国市场的领先地位；成为全国知名的房地产品牌；在有业务经营的各个城市成为主流的房地产公司。为达到上述增长目标，公司将计划实施下列未来业务策略：

（1）致力优化土地储备结构，增强盈利能力及保持优质的成长性

通过增加具备充分需求支持的一二线城市地块和适合多期房地产开发且购买及支付条款具吸引力的大型地块所占土地储备的比例以优化土地储备结构。除了已建立市场地位的城市，公司拟在有业务覆盖的三个地理区域范围内的新城市扩充业务。公司更为专注于一二线城市的策略，将确保降低房地产调控措施的影响。此外，公司计划在能够为公司提供有吸引力的支付及购买条件、有利的政府支持政策、庞大的基建投资及新产业发展政策的选定城市，有策略性地收购适合进行多期开发的大型地块。同时，公司也将寻求收购低成本、大规模，且可令公司长期受益于价值增值的地块。

（2）进一步提升产品及营运的标准化水平，致力改善资产周转率

为进一步改善公司的资产周转率，公司计划加强项目的标准化开发过程，采取的措施包括：进一步扩充及微调不同产品及不同地区的标准化产品数据库，以缩短产品设计周期；进一步规范其他业务环节的营运程序（包括项目开发、采购、分包与建设、销售与营销），以实现各个项目的快速开发及销售。

（3）进一步发展品牌并改善客户满意度及忠诚度

自 2011 年以来，公司已聘请国际知名的咨询公司研究及追踪客户满意度，以进行内部评估及制定未来改进措施。公司拟通过更佳的建筑设计及更好的绿化景观，提供更佳的产品价值，同时也将通过提升物业管理服务，增强品牌形象。

（4）拟透过长期人力资源发展计划及与表现挂钩的激励计划进一步吸引、挽留、激励及培养人才。公司拟通过多项措施吸引及挽留人才，从而配合公司增长及发展计划。公司已采纳长期的人力资源发展计划，人力资源政策注重优秀人才的长期培养、宣扬积极的企业文化及与表现挂钩的员工评估及激励计划。

总体看，公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

六、财务分析

公司提供的 2018 年的财务报表已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司根据财政部于 2018 年 6 月 15 日颁布的《关于修订印发 2018 年一般企业财务报表格式的通知》（财会（2018）15 号，以下简称“财会 15 号文件”）。财会 15 号文件对资产负债表和利润表的列报项目进行了修订，新增了“应收票据及应收账款”、“应付票据及应付账款”行项目，修订了“其他应收款”、“其他应付款”行项目的列表内容，减少了“应收票据”、“应收账款”、“应付票据”、“应付账款”及“应付利息”行项目，在“财务费用”项目下增加“其中：利息费用”和“利息收入”行项目进行列报，调整了利润表部分项目的列报位置。对于上述列报项目的变更，公司采用追溯调整法进行会计处理，并对上年比较数据进行了追溯调整。合并范围方面，2018 年公司合并财务报表范围新增加 177 家子公司，减少 4 家子公司。上述子公司主要为项目公司，规模较小，因此合并范围变化对公司财务数据的影响不大，且公司主营业务未变，财务数据的可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,920.15 亿元，负债合计 1,530.02 亿元，所有者权益（含

少数股东权益）390.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 261.45 亿元。2018 年，公司实现营业收入 372.04 亿元，净利润（含少数股东损益）72.45 亿元；经营活动现金流量净额为 25.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 60.40 亿元。

1．资产质量

截至2018年底，公司资产总额1,920.15亿元，较年初增长76.74%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中流动资产占比90.38%，非流动资产占比9.62%，流动资产占比很高，符合房地产开发企业特征。

截至2018年底，公司流动资产合计1,735.43亿元，较年初增长80.56%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。公司流动资产以货币资金（占比15.58%）、预付款项（占比5.27%）、其他应收款（占比25.98%）和存货（占比50.78%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金规模 270.41 亿元，较年初增长 29.09%，主要系公司预收的售楼款增长所致。其中，银行存款占 99.43%，其他货币资金占 0.57%，受限货币资金为其他货币资金，占比为 0.57%，包含未结按揭贷款余额保证金人民币 1.37 亿元以及工程及其他保证金人民币 0.18 亿元，受限占比小。公司银行存款中包括 55.74 亿元的销售监控专户的预收售楼款。

截至 2018 年底，公司预付款项 91.54 亿元，较年初下降 35.10%，主要系公司预付土地款结转存货所致。按账龄来看，一年以内的的占比 84.41%，一年以上的占比 18.59%。按预付对象归集的年末余额前五名预付款项总计占比 38.31%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司其他应收款 450.79 亿元，较年初增长 97.27%，主要系合作开发投入的前期资金增加所致；从款项性质来看，公司其他应收款主要为关联方往来款（占 54.28%）、少数股东往来款（占 22.69%）和合作方往来款（占 17.89%）。按欠款方归集的年末余额前五名其他应收款合计占比 16.82%，集中度较低，考虑到款项性质主要为关联方及合作方的往来款，且关联方及合作方均经营正常，回款风险较小。按款项性质来看，关联方往来款期末账面余额为 244.72 亿元、少数股东往来款 102.28 亿元、合作方往来款 80.63 亿元、投标及土地款保证金 18.21 亿元、工程及其他保证金 3.60 亿元，其他 1.38 亿元。按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款分为组合一和组合二，组合一主要包括应收关联方及少数股东的款项、合作方的款项、投标及土地款保证金、工程及其他保证金等不存在信用风险且基本确定可回收的款项；组合二为除组合一之外的应收款项。截至 2018 年底，旭辉集团对其他应收款组合二计提的坏账准备为 322.73 万元，计提比例为 2.33%，坏账准备计提比例低。组合一未计提坏账准备。

表 9　截至 2018 年底其他应收款期末余额前五名情况（单位：亿元）

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄
北京正德丰泽房地产开发有限公司	子公司之合营往来款	21.60	1年以内
上海宝展房地产开发有限公司	合营之子公司往来款	14.90	1年以内
太原旭凰房地产开发有限公司	合营之子公司往来款	14.39	1年以内
北京正德瑞祥房地产开发有限公司	联营往来款	12.96	1年以内
北京盛创置业有限公司	合营往来款	11.99	1年以内
合计	--	**75.84**	--

资料来源：审计报告

截至2018年底，公司存货规模881.31亿元，较年初增长145.96%，主要系公司在建开发产品大幅增加所致。其中，在建开发产品821.70亿元，已完工开发产品为59.61亿元。由于公司存货的可

变现净值高于其成本，公司未计提存货跌价准备。公司相关房地产开发项目主要分布于一、二线城市以及热点城市周边的三、四线城市，去化压力尚可，但需要关注政策变动对公司现金流回笼的影响。

截至2018年底，公司非流动资产为184.72亿元，较年初增加47.39%，主要系长期股权投资增长所致。非流动资产主要由长期股权投资（占53.59%）和投资性房地产（占40.55%）组成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资共计 98.99 亿元，较年初大幅增长 91.28%，主要系公司对南通旭高置业有限公司、苏州昌尊置业有限公司、温州瓯茂置业有限公司和余姚华宇业瑞房地产开发有限公司等联合营企业的投资增加所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值共计 74.90 亿元，较年初增长 30.26%，主要系在建投资性房地产增加所致；公司采用公允价值计量模式对投资性房地产进行计量。其中，投资性房地产占比 82.22%，在建投资性房地产占比 17.78%。

截至 2018 年底，公司受限资产共计 590.98 亿元，受限资产占总资产规模的比重为 30.78%，占比较高。

表 10　截至 2018 年底公司受限资产明细情况（单位：亿元、%）

项目	金额	占总资产比重	受限原因
货币资金	1.55	0.08	保证金
存货	523.92	27.29	借款抵押
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1.05	0.05	借款抵押
投资性房地产	64.03	3.33	借款抵押
固定资产	0.34	0.02	借款抵押
长期股权投资	0.08	0.00	借款抵押
合计	**590.97**	**30.78**	--

注：1、合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2、长期股权投资占比为 0.004%。
资料来源：公司审计报告

总体看，公司资产规模较大，其中存货和合作开发项目主要位于一、二线热点城市及周边的三、四线城市，质量较好，存货去化压力不大，但需要关注政策变动对现金回笼的影响；公司受限资产占比较高。整体看公司资产质量较好。

2．负债及所有者权益

（1）负债

截至2018年底，公司负债合计1,530.02亿元，较年初增长77.39%，主要系流动负债增加所致，公司负债中流动负债占比75.75%，非流动负债占比24.25%，负债以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债合计1,159.01亿元，较年初增加74.87%，主要系预收款项和其他应付款增加所致，流动负债主要由应付账款（占7.89%）、预收款项（占36.62%）和其他应付款（占比42.06%）构成。

截至2018年底，公司应付账款合计91.45亿元，较年初增长231.92%，主要系应付建筑工程款大幅增加所致。按账龄来看，超过1年的重要应付账款总计1.40亿元，占应付工程建筑款的1.5%，全部为尚待结算支付的工程款。

截至2018年底，公司预收款项合计424.43亿元，较年初增长93.68%，主要系公司预收的购房款增加所致。按账龄来看，1年以内的预收款项占比86.04%，1至2年的预收款项占比13.96%。

截至2018年底，公司其他应付款487.44亿元，较年初增长60.35%，主要系关联方往来款及合作方往来款增加所致。按款项性质列示其他应付款，主要由关联方往来款196.13亿元（无抵押、不计利息及未约定还款期限）、少数股东往来款162.94亿元、合作方往来款111.89亿元构成。按账龄来看，账龄超过1年的重要其他应付款合计59.56亿元，在其他应付款中占比12.22%，全部为关联方垫付开发资金。

截至2018年底，公司非流动负债为371.01亿元，较年初增长85.75%，主要系公司长期借款及应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占70.80%）和应付债券（占21.15%）构成。

截至2018年底，公司长期借款余额为262.66亿元，较年初增长86.69%，主要系2018年公司新增质押借款所致，从借款期限分布看，2020年到期120.30亿元，2021年到期37.06亿元，2022年及以后到期10.51亿元。公司2020年存在一定的集中偿付压力。

截至2018年底，公司应付债券为78.49亿元，较年初增长75.04%，主要系公司在2018年发行“18旭辉01”、“18旭辉02”、“18旭辉03”和“18旭辉05”公司债券所致。公司应付债券主要集中在2021及2022年到期。

截至2018年底，公司递延所得税负债29.86亿元，较年初增长110.26%，主要系公司应纳税暂时性差异增加所致。

截至2018年底，公司全部债务为420.16亿元，较年初增长61.39%，主要系公司发行公司债券、短期借款和长期借款增加所致，其中，短期债务为79.01亿元，较年初增长5.62%，长期债务为341.15亿元，较年初增长83.87%，公司债务结构以长期债务为主。截至2018年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为79.68%、46.65%和51.85%，资产负债率和全部债务资本化比率分别较年初上升了0.29个百分点和1.34个百分点，长期债务资本化比率下降1.91个百分点，公司整体债务负担有所加重，但仍属合理水平。

表 11　截至 2018 年底公司债务到期分布情况（单位：亿元）

时间	假设债券不回售		假设债券全部回售	
	到期债务金额	到期债券金额	到期债务金额	到期债券金额
2019 年	166.80	0.00	166.80	34.90
2020 年	127.30	6.14	127.30	39.03
2021 年及以后	47.57	72.35	47.57	4.56
合计	**341.67**	**78.49**	**341.67**	**78.49**

注：到期债务金额不含到期债券金额。
资料来源：公司提供

总体看，公司负债结构以流动负债为主，受公司营业规模的扩大，公司预收售楼款、应付关联方款项、发行债券和新增借款的共同影响，公司负债规模快速增长，公司 2020~2021 年存在一定集中偿付压力；公司债务负担虽有所加重但仍属合理水平。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 390.13 亿元，较年初增长 74.23%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致；其中，归属于母公司所有者权益为 261.45 亿元，占所有者权益总额比例为 67.02%；归属于母公司的所有者权益中，股本占 13.39%，资本公积占 1.20%，其他综合收益占 0.55%，盈余公积占 2.65%，未分配利润占 82.21%，以未分配利润为主，权益稳定性较弱。截至 2018 年底，公司少数股东权益 128.68 亿元，较年初增长 397.42%，主要系公司对联合营企业投资增加所致。

总体看，受益于公司利润规模的稳定增长和少数股东权益的增长，公司所有者权益增长幅度较大；但所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。

3．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 372.04 亿元，同比增长 124.16%，主要系公司房产销售结转收入增长所致；公司营业成本 269.56 亿元，同比增长 153.50%；公司营业利润 87.62 亿元，同比增长 99.93%；实现净利润 72.45 亿元，同比增长 99.23%。

从期间费用看，2018年公司费用总额为23.71亿元，同比增长73.15%，主要系公司经营规模扩大所致。具体来看，2018年销售费用为9.92亿元，同比增长105.09%，主要系广告宣传费用及职工薪酬的增长所致；2018年公司管理费用为13.92亿元，同比增长36.16%，主要系管理人员薪酬增加所致；2018年公司财务费用为-0.14亿元，为负值主要系当年利息资本化比例较高以及利息收入增加的共同影响所致。

从利润构成来看，由于公司合作开发项目规模较大，公司营业利润主要来自主营业务产生的经营性利润和投资收益。2018年，公司投资收益为33.45亿元，同比增长142.04%，主要系长期股权投资收益和处置可供出售金融资产产生的投资收益增加所致；投资收益占营业利润的38.18%，对利润贡献度较高。

从各项盈利指标看，2018 年，公司营业利润率下降至 20.64%，主要系公司收并购项目毛利率较低，从而整体毛利率下降影响所致；2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 11.61%、5.98%和 23.60%，较上年均有小幅增长，公司盈利能力较强。

总体看，随着公司经营规模的扩大，公司收入和利润规模均大幅增长；投资收益对公司营业利润贡献程度较高；盈利指标大多维持在较稳定的水平，整体盈利能力较强。

4．现金流

2018 年，公司经营活动现金流入 558.00 亿元，同比增长 104.50%；其中销售商品提供劳务收到的现金 490.55 亿元，同比增长 89.89%，主要系 2018 年公司商品房销售情况较好所致，收到其他与经营活动有关的现金 67.31 亿元，同比增长 372.61%，主要系收回往来款增加所致。2018 年，公司经营活动现金流出 532.45 亿元，同比增长 50.10%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 359.34 亿元，同比增长 22.00%，主要系购地支出和项目施工支出增加所致，支付其他与经营活动有关的现金 114.77 亿元，同比增长 341.41%，主要系销售费用及管理费用支付的现金和支付的往来款增加所致。综上，公司经营活动现金流量净额 25.55 亿元，由净流出转为净流入，公司经营性现金流情况大幅改善。

2018年，公司投资活动产生的现金流入为114.85亿元，同比增长137.38%；其中处置子公司及其他营业单位收到的现金11.91亿元，收到其他与投资活动有关的现金90.19亿元，主要系收到的合作开发项目往来款增加所致。2018年，公司投资活动产生的现金流出为330.60亿元，同比增长91.58%；其中投资支付的现金41.55亿元，同比增长33.46%，主要系公司对合营、联营企业的投资相应增加所致，支付其他与投资活动有关的现金288.20亿元，同比增长116.91%，主要系支付的合作开发项目往来款增加所致。受上述因素影响，公司投资活动产生的现金流净额为-215.75亿元，流出规模较上年进一步扩大。2018年，公司筹资活动前现金流净额-190.20亿元，维持大规模的现金净流出。

2018年，公司筹资活动产生的现金流入为636.45亿元，同比增长56.67%，主要系公司加大筹资力度，取得借款所收到的现金增加所致，当年公司吸收投资、发行债券、取得借款及其他渠道收

到的现金规模均较大，融资渠道较多元；2018年，公司筹资活动产生的现金流出为385.85亿元，同比增长147.23%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，公司筹资活动产生的现金流净额为250.60亿元，同比增长0.17%。

总体看，受公司签约销售收入增加影响，公司经营活动产生的现金流入大规模增加，经营活动现金流净额由负转正；随着公司合作房地产开发项目的增加，公司投资活动现金净流出规模大幅增加，同时考虑到公司 2021 年将迎来偿债高峰期，未来公司存在较大的融资需求。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.45 倍小幅增长至 1.50 倍，速动比率由年初的 0.91 倍小幅下降至 0.74 倍。截至 2018 年底，公司现金短期债务比 3.48 倍，较年初的 2.86 倍有所提高，公司现金类资产对短期债务覆盖能力较好。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 90.15 亿元，同比增长 90.84%，主要系利润总额增长所致；公司 EBITDA 主要由利润总额（占 96.70%）和计入财务费用的利息支出（占 3.01%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数由上年的 2.85 倍下降至 2.51 倍，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所下降；EBITDA 全部债务比由 0.18 倍提高至 0.21 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年底，公司共取得银行授信额度 1,726.00 亿元，已使用额度 524.00 亿元，未使用的额度为 1,202.00 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司对外担保 80.87 亿元，占净资产的 20.73%，担保比例较高。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险，但考虑到被担保方主要系公司涉及合作开发的项目公司，或有负债风险仍属可控。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1031011802360270Y），截至 2019 年 4 月 2 日，公司无未结清及已结清不良贷款或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司持有较大量的现金类资产，短期偿债能力较强，EBITDA 对利息和债务的保障能力较好，同时间接融资渠道畅通；考虑到公司在行业地位、开发规模、区域布局等方面的竞争优势，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达274.91亿元，约为“18旭辉03”、“18旭辉05”本金合计（33.75亿元）的8.15倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；截至2018年底，公司净资产达390.13亿元，约为债券本金合计（33.75亿元）的11.56倍，公司现金类资产和净资产对“18旭辉03”、“18旭辉05”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为90.15亿元，为“18旭辉03”和“18旭辉05”本金合计（33.75亿元）的2.67倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入558.00亿元，约为债券本金合计（33.75亿元）的16.53倍，公司经营活动现金流入量对“18旭辉03”、“18旭辉05”债券的覆盖程

度高。

综合以上分析，考虑到公司作为港股上市公司旭辉控股的主要运营实体，在区域定位、土地储备、资产质量、盈利能力以及经营活动现金流等方面具有较强的优势，联合评级认为，公司对“18 旭辉 03”和“18 旭辉 05”的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内，公司通过合作开发保持较快的扩张速度，合约销售额较快增长，公司相应加大新开工力度并继续补充土地储备，公司目前土地储备充足且质量较高；同时，公司资产和所有者权益规模大幅提升，经营活动现金流大幅改善。同时，联合评级也关注到公司在建及拟建房地产项目后续开发仍需大规模的资金，扩张速度较快对管理能力提出更高的要求，债务规模增长较快，未来面临一定的债务集中偿付压力，权益稳定性弱，对外担保规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建和拟建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18旭辉03”和“18旭辉05”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　旭辉集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	655.13	1,086.44	1,920.15
所有者权益（亿元）	154.83	223.92	390.13
短期债务（亿元）	26.70	74.80	79.01
长期债务（亿元）	118.47	185.53	341.15
全部债务（亿元）	145.17	260.34	420.16
营业收入（亿元）	190.79	165.97	372.04
净利润（亿元）	27.23	36.37	72.45
EBITDA（亿元）	40.20	47.24	90.15
经营性净现金流（亿元）	61.87	-81.87	25.55
流动资产周转次数（次）	0.67	0.22	0.28
存货周转次数（次）	1.39	0.39	0.43
总资产周转次数（次）	0.58	0.19	0.25
现金收入比率（%）	121.33	155.65	131.85
总资本收益率（%）	20.66	9.58	11.61
总资产报酬率（%）	12.23	5.40	5.98
净资产收益率（%）	35.18	19.20	23.60
营业利润率（%）	24.00	27.82	20.64
费用收入比（%）	6.89	8.25	6.37
资产负债率（%）	76.37	79.39	79.68
全部债务资本化比率（%）	48.39	53.76	51.85
长期债务资本化比率（%）	43.35	45.31	46.65
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	2.85	2.51
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.18	0.21
流动比率（倍）	1.54	1.45	1.50
速动比率（倍）	1.02	0.91	0.74
现金短期债务比（倍）	6.73	2.86	3.48
经营现金流动负债比率（%）	16.75	-12.35	2.20
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.19	1.40	2.67

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。