

# 信用等级公告

联合[2018]358号

---

旭辉集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对旭辉集团股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年四月十三日

---

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

## 公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

本次公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 34.95 亿元（含）

本期发行规模：不超过 25 亿元（含）

本期债券期限：品种一期限为 3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二期限为 3 年期

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 4 月 13 日

主要财务数据：

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年   |
|------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 452.40 | 655.13 | 1,086.44 |
| 所有者权益（亿元）        | 126.87 | 154.83 | 223.92   |
| 长期债务（亿元）         | 83.84  | 118.47 | 185.53   |
| 全部债务（亿元）         | 107.03 | 145.17 | 260.34   |
| 营业收入（亿元）         | 143.91 | 190.79 | 165.97   |
| 净利润（亿元）          | 22.14  | 27.23  | 36.37    |
| EBITDA（亿元）       | 32.60  | 40.20  | 47.24    |
| 经营性净现金流（亿元）      | 15.61  | 61.87  | -81.87   |
| 营业利润率（%）         | 22.18  | 24.00  | 27.82    |
| 净资产收益率（%）        | 18.71  | 19.34  | 19.20    |
| 资产负债率（%）         | 71.96  | 76.37  | 79.39    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 45.76  | 48.39  | 53.76    |
| 流动比率（倍）          | 1.68   | 1.54   | 1.45     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.30   | 0.28   | 0.18     |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.54   | 2.29   | 2.85     |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.93   | 1.15   | 1.35     |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 1.30   | 1.61   | 1.89     |

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。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对旭辉集团股份有限公司（以下简称“公司”或“旭辉集团”）的评级反映了公司作为港股上市公司旭辉控股（集团）有限公司（以下简称“旭辉控股”，证券代码：0884.HK）主要的房地产业务运营实体，公司业务主要分布于长三角、环渤海等区域的一、二线城市，公司土地储备充足、土地质量较高，开发管理体系高效，房地产业务盈利能力强、财务状况较为稳健。同时，联合评级也关注到公司房地产业务面临一定的政策波动风险，在建及拟建房地产项目后续开发仍需大规模的资金，经营性净现金流由大规模净流入转为大规模净流出，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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

### 优势

1. 公司是港股上市公司旭辉控股旗下的主要房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. 公司房地产业务主要集中在长三角、环渤海等区域的热点一、二线城市；2017年，公司实施积极的拿地策略，目前土地储备充足，土地质量较高。

3. 公司采用快周转的经营模式，房地产项目签约销售情况良好；公司房地产业务盈利能力强，财务状况较为稳健。

## 关注

1. 公司的土地储备以一、二线城市为主；2017 年以来，全国楼市调控长期化，一线城市调控尤为严格，楼市调控政策对公司未来核心区域项目销售存在较大影响。

2. 近年来公司发展速度快，在建和拟建项目的后续开发均需要较大规模的资金投入；2017年以来公司加大拿地力度和建设支出力度，经营活动现金流净额由正转负，未来将面临一定的资金支出压力。

3. 公司未来面临一定的债务集中偿付压力，所有者权益稳定性弱；此外，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

## 分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，并非是联合评级对本报告使用人进行投资、借贷等交易行为的建议，也不能作为本报告使用人进行投资等行为的依据。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）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：



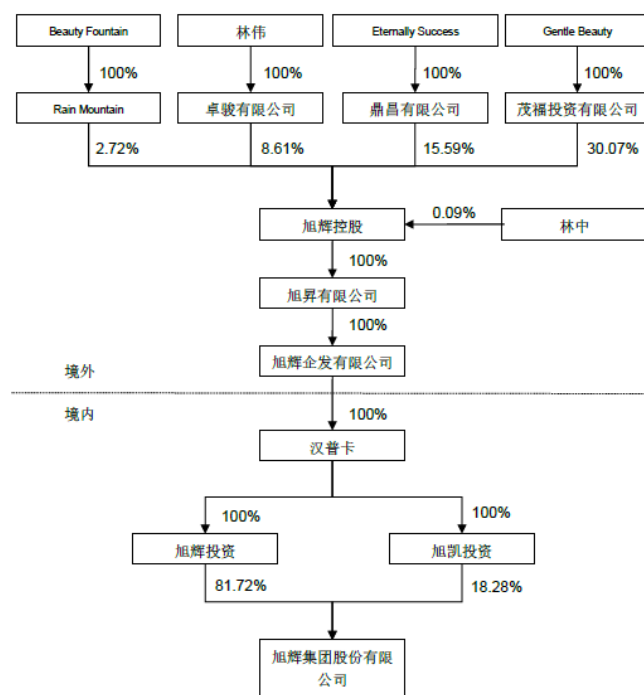
## 一、主体概况

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，公司全体股东将截止 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。

后公司经过多次增资与股权变更，截至 2007 年 9 月 10 日，公司注册资本变更为 6 亿元，由 10 位法人股东和 20 位自然人股东共同持股。2011 年 4 月 17 日至 2011 年 5 月 11 日，公司原 29 位股东（除深圳市中科龙盛创业投资公司，以下简称“中科龙盛”）将股份全部转让给上海旭辉投资有限公司（2011 年 9 月更名为上海旭辉投资咨询有限公司，以下简称“旭辉投资”）和上海旭凯投资有限公司（2011 年 9 月更名为旭凯（上海）投资顾问有限公司，以下简称“旭凯投资”），转让后股东旭辉投资、旭凯投资和中科龙盛分别持股 79.67%、18.28%和 2.05%。2012 年 4 月 28 日，股东中科龙盛将所持公司 2.05%的股份全部转让给旭辉投资。2016 年 7 月 5 日，公司通过资本公积和未分配利润增资 4.00 亿元，注册资本变更为 10.00 亿元，股东旭辉投资和旭凯投资分别持股 81.72%和 18.28%。2017 年 12 月 7 日，公司注册资本由 10.00 亿元增加至 35.00 亿元，新增注册资本由旭辉投资和旭凯投资按持股比例认缴。

截至 2017 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<sup>1</sup>，公司股权结构如下图所示。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

<sup>1</sup> 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 间接持有的发行人股份。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。

公司经营范围包括：房地产开发、经营，实业投资，室内装潢，社会经济咨询，计算机软件开发，销售建材、装潢材料，建设工程项目管理，建设工程项目代理，建设工程咨询；公司及子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 2017 年底，公司总部下设商业地产管理部、营销管理中心、合约采购部、投资发展部、法务审计部等 22 个职能部门，一线公司下设 20 个城市区域事业部（详见附件 1）；纳入合并范围的子公司 200 余家；在职员工 2,829 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,086.44 亿元，负债合计 862.52 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）223.92 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 198.05 亿元。2017 年，公司实现营业收入 165.97 亿元，净利润（含少数股东损益）36.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 32.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额-81.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 44.13 亿元。

公司注册地址：青浦区练塘镇练新东路；法定代表人：林中。

## 二、本次（期）债券概况及募集资金用途

### 1. 本次（期）债券概况

经中国证监会“证监许可[2018]1047号”核准，公司将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，本次债券将分期发行。本期公司债券名称为“旭辉集团股份有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”，发行规模为不超过25.00亿元（含25.00亿元）。本期债券分为两个品种，品种一期限为3年期，附第2年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二期限为3年期；两个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。本期债券发行采取网下面向合格投资者询价配售的方式，网下申购由公司与主承销商根据簿记建档情况进行债券配售。本期债券票面金额为100元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，不超过同期银行贷款利率的3倍，在此前提下最终的票面利率由发行人和承销商通过市场询价协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿付公司部分已发行公司债券的回售金额。

## 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。

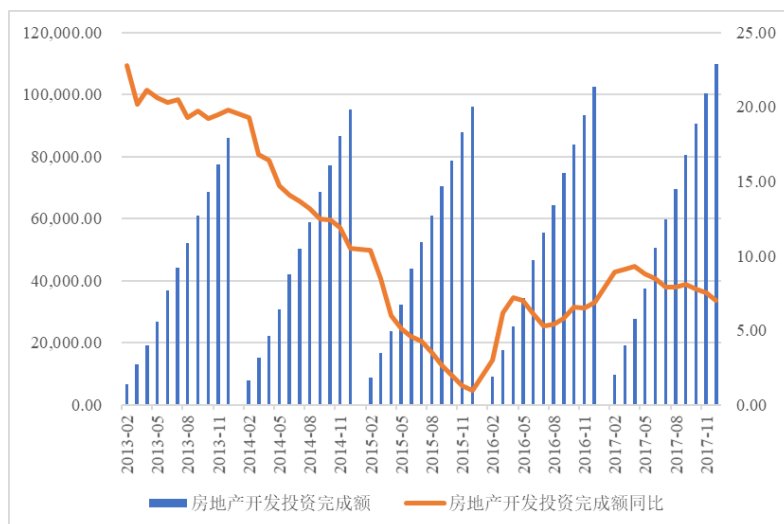
### 1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016

年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。

图 2 2013~2017 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

## 2. 市场供需

### （1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1%外，二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别

上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉升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，除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一二三线城市土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

表 1 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况

| 项目          | 2015 年    | 2016 年     | 2017 年     |
|-------------|-----------|------------|------------|
| 推出面积（万平方米）  | 113,235   | 103,212    | 111,907    |
| 同比（%）       | -18       | -9         | 8          |
| 成交面积（万平方米）  | 85,671    | 85,885     | 95,036     |
| 同比（%）       | -21       | -3         | 8          |
| 出让金（亿元）     | 21,793    | 29,047     | 40,623     |
| 同比（%）       | -10       | 31         | 38         |
| 楼面均价（元/平方米） | 1,384     | 1,904      | 2,374      |
| 同比（%）       | 14        | 40         | 26         |
| 土地平均溢价率（%）  | 16        | 43         | 29         |
| 同比          | 上升 6 个百分点 | 上升 27 个百分点 | 下降 14 个百分点 |

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

## （2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

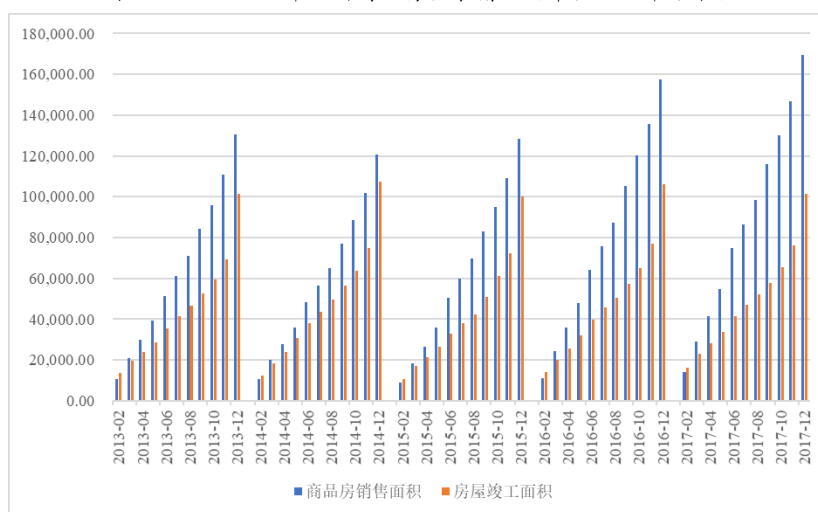
此外，2017 年 11 月 17 日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况。

### （3）市场供需情况

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

图 3 2013~2017 年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

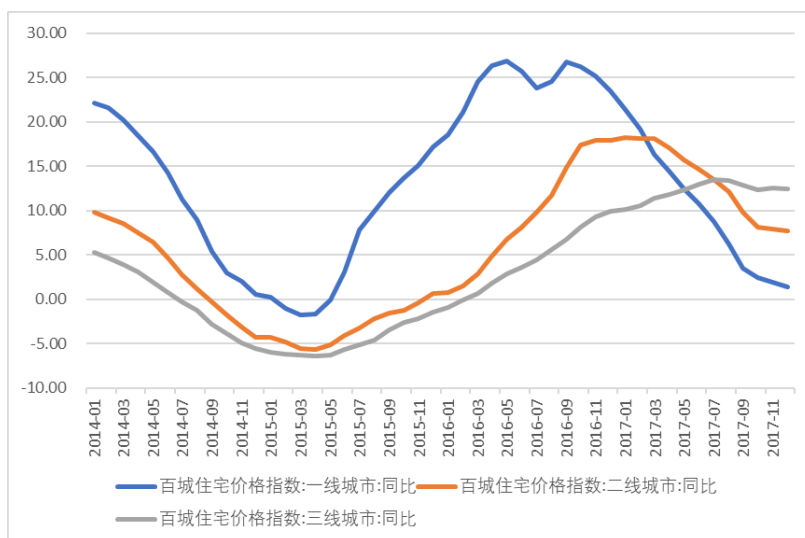
#### （4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015年3月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至2016年底，百城价格指数为13,035.00元/平方米，较年初增长18.22%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

图 5 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯

总体看,近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势,房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正,需求进一步释放;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,一、二线城市房地产价格增速大幅下降,部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象,三线城市价格增速降缓,但仍表现较好。

### 3. 行业竞争

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了黄金 10 年,随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长,企业分化加剧,行业集中度不断提高的发展态势。

2015 年,房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年,房地产行业集中度进一步提升,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%,分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%,分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年,房地产市场集中度继续提高,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%,分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点,也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 2 2014~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况 (单位: %)

| 项目             | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 前 10 大企业销售额占比  | 17.19  | 16.87  | 18.81  | 24.10  |
| 前 20 大企业销售额占比  | 23.15  | 22.82  | 25.33  | 32.50  |
| 前 10 大企业销售面积占比 | 10.51  | 11.31  | 12.19  | 15.38  |
| 前 20 大企业销售面积占比 | 13.74  | 14.62  | 15.94  | 20.03  |

资料来源: CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中,龙头企业在竞争中占据明显优势;从 2017 年全年房企销售额来看,5,000 亿房企 3 家,3,000 亿房企 3 家。具体来看,前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破,11~30 的房企在踏

准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

| 排名 | 企业简称 | 排名 | 企业简称 |
|----|------|----|------|
| 1  | 中国恒大 | 6  | 保利地产 |
| 2  | 碧桂园  | 7  | 中海地产 |
| 3  | 万科地产 | 8  | 华夏幸福 |
| 4  | 绿地控股 | 9  | 华润置地 |
| 5  | 融创中国 | 10 | 龙湖地产 |

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### 4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

| 年份           | 调控政策                                                                                 |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015 年 3 月   | 国务院《不动产登记暂行条例》                                                                       |
| 2015 年 3 月   | 央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例                                                              |
| 2015 年 9 月   | 央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%                     |
| 2015 年 9 月   | 住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》                                                           |
| 2016 年 2 月   | 央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例                                              |
| 2016 年 6 月   | 国务院正式发布关于《加快培育和發展住房租赁市场的若干意见》                                                        |
| 2016 年“十一假期” | 2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整                  |
| 2016 年 11 月  | 上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷                                         |
| 2017 年 3 月   | 2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大                         |
| 2017 年 4 月   | 住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期                            |
| 2017 年 7 月   | 中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”                            |
| 2017 年 8 月   | 《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见                       |
| 2017 年 10 月  | 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居                               |
| 2017 年 12 月  | 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。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控 |
| 2018 年 3 月   | 启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员                                          |

员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“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。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

## 5. 行业关注

### （1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

### （2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

### （3）市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

### （4）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作

两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

## 6. 未来发展

### （1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

### （2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

### （3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

### （4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，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。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模及竞争力

公司作为港股上市公司旭辉控股（集团）有限公司（以下简称“旭辉控股”）的境内主要运营实体，主要专注于在中国的一、二线城市开发高品质及针对自用目的的大众住宅物业，同时还涵盖商务办公、商业综合体等其他多种物业种类的投资开发及运营；此外，公司也通过自身的物业管理公司向其商住客户提供物业管理服务。

公司拥有“中国房地产开发企业一级资质”和“中国物业服务企业一级资质”，系“中国房地产协会城市开发专业委员会”和“中国城市房地产开发商策略联盟”会员单位。公司曾获得国

务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所及中国指数研究院颁授“中国房地产百强企业”荣誉；并被上述机构评为“盈利性 Top10”及“运营效率 Top10”的房地产企业。2012~2016 年，公司间接控股股东旭辉控股获得“中国房地产上市公司 Top10”、“中国房地产上市公司综合实力 50 强”及“中国上市企业 500 强”荣誉，公司协助参评；2017 年，旭辉控股在《2017 中国房地产 500 强榜单》中排名第 17 位、“2017 中国房地产开发企业经营绩效 10 强”中排名第 3 位、“2017 中国房地产百强企业研究报告”中排名第 19 位。

目前，公司已实现全国化的经营布局，并在国内主要的一、二线城市建立了稳固的市场地位。公司的物业项目分布于国内四个地理区域的 40 个城市，包括长三角（上海、浙江、江苏及安徽）、环渤海（北京、天津、山东、辽宁及河北）以及中西部及其他地区（重庆、福建、四川、湖南、湖北、陕西、河南、海南、广西及广东）。通过采取高周转的业务模式，公司房地产业务签约销售金额逐年快速增加，2015~2017 年，公司签约销售金额分别为 210.62 亿元、362.77 亿元和 808.00 亿元，经营业绩逐年加速提升。截至 2017 年底，公司拥有的土地储备合计建筑面积（不含竣工售罄项目和停车位）约 2,033.83 万平方米（其中权益建筑面积 1,018.14 万平方米）。

总体看，作为旭辉控股的主要运营实体，公司具有丰富的房地产开发经验和较强的开发实力，业务区域分布广，具有较强的竞争力。

## 2. 人员素质

截至 2017 年底，公司董事、监事及高级管理人员等共计 15 人，其中董事 8 名（含 3 名独立董事）、监事 3 名、高级管理人员 7 人（3 名高管兼任董事）。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。

公司董事长林中先生，1968 年 6 月生，公司创始人，拥有 27 年房地产行业经验，已获得厦门大学经济学学士学位及长江商学院行政人员工商管理硕士学位。林中先生于 2013 年任上海市人口福利基金会副会长、全国房地产商会联盟副主席及上海商会名誉会长；于 2014 年任上海市房地产业协会第八届理事会副会长及上海新沪商联合会副主席；于 2016 年任上海市福建商会名誉会长及上海市厦门商会会长；自 2016 年 8 月起任公司董事长。

公司总裁林峰先生，1975 年生，于 2001 年加入公司，已获得厦门大学经济学学士学位及 University of Dundee 工商管理硕士学位；目前担任全国工商联房地产商会副会长、中华全国青年联合会委员、上海市青年联合会常务委员、上海市工商联（商会）执行委员会委员、上海市长宁区工商业联合会（商会）常务委员、上海市普陀区青年联合会常务委员、上海市普陀区人大代表、中国城市房地产开发商业策略联盟总裁联席会轮值主任、旭辉慈善基金常务理事。

截至 2017 年底，公司共有员工 2,829 人，其中，硕士及以上占 18.45%，大学本科学历占 68.26%，大专及以下学历占 13.29%。

总体看，公司高管人员具备多年行业从业经历和管理经验，员工学历较高，整体人员素质较高。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》和其他有关规定，不断完善法人治理结构，健全内部控制制度。

公司设股东会，股东会是公司的最高权力机构，享有法律法规和公司章程规定的合法权利，

依法行使公司经营方针、投资、发行债券和利润分配等重大事项的表决权。

公司设董事会，向股东会负责。公司董事会现有 8 名成员，其中独立董事 3 名，董事长和副董事长各 1 名。董事由股东大会选举或更换，每届任期三年，任期届满可连选连任。董事会主要职责包括执行股东的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的利润分配方案等。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 名。监事的任期三年，任期届满可连选连任。监事的主要职权包括检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正等。

公司设总裁 1 名，执行副总裁 1 名，副总裁 4 名，总裁助理兼财务管理中心总经理 1 名，均由董事会决定聘任或者解聘。总裁任期三年，连聘可连任；总裁对董事会负责，公司的日常生产经营活动和实施董事会决议等由总裁负责。

总体看，公司法人治理结构健全，实际运行情况良好。

## 2. 管理水平

公司本部设商业地产管理部、营销管理中心、合约采购部、投资发展部、法务审计部等 22 个职能部门，各职能部门之间职责明确，运作有序。经过多年的发展和经验积累，公司已建立了涵盖公司本部、下属部门及子公司各层面、各业务环节及各项相关管理活动的内部控制体系，建立了包括财务管理制度、资金管理制度、融资管理制度、采购与供应商管理制度和销售回款管理制度等在内的各项制度，构成了比较完善的治理框架及制度体系。

子公司管理方面，公司采用强制跟投机制，并对下属子公司和主要负责人进行考核；子公司各重要决策需上报总部层面审核通过后方可进行。

财务管理方面，公司下属子公司财务独立核算。公司制定了《会计核算管理制度》、《审计管理制度》、《其他应收款项管理流程》等，其中《会计核算管理制度》对主要会计科目核算进行了详细的规定，该制度适用于公司、各级控股子公司以及纳入公司合并会计报表范围内的其他主体。公司制定的《审计管理制度》要求相关审计机构和人员从风险管控的角度出发，采用一定的程序和方法，对公司各职能部门及事业部、合营公司、联营公司的经济活动的真实性、合理性及经营效益进行审查、评价，为维护资产保值、增值，维护所有者的合法权益，改善经营管理水平，提高经济效益，实行自我约束、自我监督。公司制定的《其他应收款项管理流程》则明确规定了有关往来款、资金拆借的决策程序。

资金管理方面，为适应集团战略发展的需要，发挥集团资金规模优势，提高集团的整体资信和资金运作能力；提高资金使用效率，降低资金成本；防范财务风险，确保集团资金链安全等，公司制定了《资金管理制度》，用于规范集团资金管理、借贷、调配、使用和结算行为。公司还制定了《理财管理制度》，要求地区财务部负责及时向集团上报购买理财产品计划，对账上闲置资金进行银行保本理财；集团财务中心监督各地区财务部的银行保本理财情况，统一调度、管理和运用集团资金进行理财。

融资管理方面，公司制定了《融资管理制度》，规范公司的融资行为，降低融资成本。融资管理包括信用评级、授信管理、对外融资、担保管理等。公司事业部（含直管城市公司）/城市公司财务主要负责区域项目的信用评级、银行融资和抵押管理等；集团资金管理部统一规划管理集团各成员企业对外融资及与各合作银行洽谈授信事宜，负责审批各地区融资方案，对各单位贷款资金 usage 情况进行监督等。

采购管理方面，为规范公司采购的方式、职责与流程，选择优秀的供应商、提高采购效率、降低采购成本，有效控制采购的质量、进度，公司制定了《采购与供应商管理制度》、《战略采购管理流程》和《设计采购管理流程》等。该等制度明确了工程采购、营销采购、战略采购以及设计采购过程中各部门职责并制定了相关流程图、工作程序。

项目销售管理方面，为加强对销售资金回笼的管理和日常管理，制定了《采购与供应商管理制度》和《采购与供应商管理制度》等制度监控销售资金回笼状况和日常管理。对各相关成员的职责与权限、回款计划编制原则、审批责权、考核奖惩、网签合同审查的管控措施，营销、财务与法务的应收款工作流程等进行了规定。

对外担保方面，需经股东会审批的担保事项包括：公司及其控股子公司的对外担保总额达到或超过最近一期经审计净资产的50%以后提供的任何担保（不包含为购房客户提供按揭担保）；公司的对外担保总额达到或超过最近一期经审计总资产的30%以后提供的任何担保；为资产负债率超过70%的担保对象提供担保；单笔担保额超过最近一期经审计净资产10%的担保；对股东、实际控制人及其关联方提供担保。除上述条件外的其他担保事项需经董事会审批。

总体看，公司部门设置齐全，权责明晰；各类管理制度相对完善，能够满足公司的日常经营。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售，业务板块包括住宅地产开发和运营、商业地产开发和运营、物业出租、物业管理及物业相关服务等。2015~2017年，公司分别实现营业收入143.91亿元、190.79亿元和165.97亿元，年均复合增长率为7.39%，呈波动增长态势，主要系公司竣工结转节奏波动影响所致；公司分别实现净利润22.14亿元、27.23亿元和36.37亿元，年均复合增长率为28.16%，与营业收入变动趋势不一致主要系2017年公司合作开发项目确认的投资收益规模大幅增长所致。

从公司营业收入的构成来看，近三年房地产销售是公司主要收入来源，占公司营业收入的比例均在90.00%以上，公司主营业务十分突出。2015~2017年，公司房地产销售业务分别实现营业收入134.11亿元（占93.19%）、175.64亿元（占92.06%）和150.60亿元（占90.74%），呈波动增长态势，主要系公司竣工结转节奏波动影响所致；物业管理及物业相关服务收入分别为9.39亿元（占6.53%）、14.55亿元（占7.63%）和14.62亿元（占8.81%），其中2016年同比增长54.95%，主要系公司开发的房地产项目增加和对外承接的物业管理面积增加所致；物业出租收入分别为0.41亿元（占0.28%）、0.60亿元（占0.32%）和0.75亿元（占0.45%），规模较小。

毛利率方面，2015~2017年，公司房地产销售毛利率分别为27.97%、27.72%和33.34%，其中2017年增幅较大，主要系公司房地产结转区域毛利不同所致；物业出租毛利率分别为92.40%、91.09%和67.51%，2017年公司物业出租毛利率大幅下降主要系嘉兴广场项目装修成本较高，而出租率较低所致；物业管理及物业相关服务毛利率分别为63.34%、56.17%和61.02%，基本保持稳定。

表5 2015~2017年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务板块  | 2015年  |       |       | 2016年  |       |       | 2017年  |       |       |
|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|       | 营业收入   | 占比    | 毛利率   | 营业收入   | 占比    | 毛利率   | 营业收入   | 占比    | 毛利率   |
| 房地产销售 | 134.11 | 93.19 | 27.97 | 175.64 | 92.06 | 27.72 | 150.60 | 90.74 | 33.34 |
| 物业出租  | 0.41   | 0.28  | 92.40 | 0.60   | 0.32  | 91.09 | 0.75   | 0.45  | 67.51 |

|                 |               |               |              |               |               |              |               |               |              |
|-----------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| 物业管理及物<br>业相关服务 | 9.39          | 6.53          | 63.34        | 14.55         | 7.63          | 56.17        | 14.62         | 8.81          | 61.02        |
| <b>合计</b>       | <b>143.91</b> | <b>100.00</b> | <b>30.46</b> | <b>190.79</b> | <b>100.00</b> | <b>30.09</b> | <b>165.97</b> | <b>100.00</b> | <b>35.93</b> |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司营业收入主要来自房地产销售，受竣工结转节奏影响，公司营业收入规模波动增长；公司毛利率保持在较高水平。

## 2. 土地储备情况

公司的存货由房地产开发成本和开发产品组成。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。近年来，公司已形成了长三角、环渤海和中西部三大全国重点战略核心区域，为未来房地产业务的持续发展奠定了坚实的基础。

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。随着土地溢价越来越明显，公司“招拍挂”占比有所下滑。

从近三年土地获取情况看，2015~2017年，公司取得的土地储备规划建筑面积分别为385万平方米、394万平方米和1,097万平方米，2017年新增土地储备规划建筑面积同比增长178.43%，主要系公司实施积极的拿地策略所致；公司土地获取成本波动上升，楼面均价分别为7,068元/平方米、5,475元/平方米和8,451元/平方米，主要与获取土地的地理位置分布有关。从权益角度看，2015~2017年，公司新增权益土地储备建筑面积分别为175万平方米、191万平方米和499万平方米，获取土地节奏大幅加快，具体情况如下表所示。

表6 2015~2017年公司获取土地情况（单位：个、万平方米、元/平方米）

| 项目         | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|------------|-------|-------|-------|
| 项目数量       | 23    | 27    | 64    |
| 规划建筑面积     | 385   | 394   | 1,097 |
| 楼面均价       | 7,068 | 5,475 | 8,451 |
| 权益土地储备建筑面积 | 175   | 191   | 499   |

资料来源：公司提供

2017年，公司获取的土地广泛分布于27个城市，其中主要分布于重庆、合肥、北京、青岛、嘉兴、杭州、南京、无锡、宁波、武汉等区域（详见下表）。

表7 2017年公司获取土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

| 城市 | 土地性质  | 总建筑面积  | 权益建筑面积 | 权益地价  |
|----|-------|--------|--------|-------|
| 苏州 | 住宅    | 4.29   | 2.19   | 2.79  |
| 嘉兴 | 住宅    | 43.25  | 43.25  | 32.72 |
| 杭州 | 商业、住宅 | 49.50  | 37.01  | 34.50 |
| 合肥 | 商业、住宅 | 189.09 | 50.12  | 37.88 |
| 无锡 | 住宅    | 41.38  | 24.83  | 9.95  |
| 宁波 | 住宅    | 45.33  | 16.71  | 18.71 |
| 南京 | 住宅    | 51.96  | 21.79  | 32.62 |
| 温州 | 住宅    | 28.88  | 21.40  | 15.11 |
| 太仓 | 住宅    | 10.20  | 2.85   | 1.08  |

|     |       |          |        |        |
|-----|-------|----------|--------|--------|
| 北京  | 商业、住宅 | 52.14    | 11.48  | 37.40  |
| 石家庄 | 商业、住宅 | 9.22     | 6.92   | 2.26   |
| 天津  | 住宅    | 28.41    | 9.19   | 4.41   |
| 青岛  | 住宅    | 43.07    | 21.54  | 9.46   |
| 济南  | 住宅    | 21.48    | 10.63  | 11.48  |
| 沈阳  | 商业、住宅 | 30.20    | 21.10  | 12.75  |
| 大连  | 商业、住宅 | 1.63     | 1.63   | 2.26   |
| 重庆  | 商业、住宅 | 200.07   | 66.96  | 42.55  |
| 成都  | 住宅    | 11.98    | 5.53   | 4.64   |
| 长沙  | 商业、住宅 | 9.02     | 6.31   | 3.52   |
| 西安  | 商业、住宅 | 34.61    | 26.41  | 13.02  |
| 武汉  | 商业、住宅 | 145.24   | 60.98  | 41.30  |
| 郑州  | 住宅    | 17.36    | 3.65   | 2.08   |
| 三亚  | 住宅    | 5.00     | 2.55   | 5.05   |
| 厦门  | 住宅    | 1.94     | 1.94   | 2.46   |
| 南宁  | 住宅    | 6.75     | 6.75   | 3.16   |
| 东莞  | 住宅    | 8.47     | 8.47   | 8.64   |
| 中山  | 住宅    | 6.59     | 6.59   | 2.65   |
| 合计  | --    | 1,097.06 | 498.78 | 394.46 |

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的 30 余个城市，包括长三角区域、环渤海区域、中西部区域及其他地区。截至 2017 年底，三大区域土地储备总建筑面积分别占比 39.97%、19.54%和 40.48%，土地储备权益建筑面积分别占比 41.20%、19.10%和 39.70%，土地储备权益建筑面积占总建筑面积的比重分别为 51.59%、48.92%和 49.10%。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8 截至2017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    | 813.00    | 419.43     |
| 环渤海地区    | 397.49    | 194.46     |
| 中西部及其他地区 | 823.35    | 404.25     |
| 合计       | 2,033.83  | 1,018.14   |

资料来源：公司提供

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。

从城市等级分布来看，截至 2017 年底，公司持有土地储备的规划建筑面积为 2,033.83 万平方米，权益建筑面积为 1,018.14 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 71.61 万平方米（占 7.03%），二线城市权益建筑面积为 859.22 万平方米（占 84.39%），三线及以下城市权益建筑面积为 87.31 万平方米（占 8.57%）。

表9 截至 2017 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   | 110.00      | 34.03      |
|      | 上海   | 71.21       | 34.86      |

|      |     |          |          |
|------|-----|----------|----------|
|      | 广州  | 14.36    | 2.73     |
| 小计   |     | 195.57   | 71.62    |
| 二线城市 | 苏州  | 67.15    | 33.91    |
|      | 合肥  | 279.96   | 90.77    |
|      | 南京  | 70.76    | 36.12    |
|      | 杭州  | 148.96   | 101.45   |
|      | 天津  | 87.40    | 38.43    |
|      | 沈阳  | 99.08    | 71.05    |
|      | 重庆  | 310.02   | 110.40   |
|      | 长沙  | 110.93   | 66.58    |
|      | 武汉  | 210.99   | 97.06    |
|      | 福州  | 0.37     | 0.37     |
|      | 无锡  | 41.38    | 24.83    |
|      | 宁波  | 52.60    | 23.98    |
|      | 石家庄 | 9.22     | 6.92     |
|      | 青岛  | 43.07    | 21.54    |
|      | 济南  | 43.36    | 17.15    |
|      | 大连  | 1.63     | 1.63     |
|      | 成都  | 11.98    | 5.53     |
|      | 西安  | 34.61    | 26.41    |
|      | 郑州  | 17.36    | 3.65     |
|      | 厦门  | 1.94     | 1.94     |
|      | 南宁  | 6.75     | 6.75     |
|      | 东莞  | 8.47     | 8.47     |
|      | 佛山  | 82.09    | 64.28    |
| 小计   |     | 1,740.09 | 859.22   |
| 三线城市 | 镇江  | 0.60     | 0.60     |
|      | 嘉兴  | 51.51    | 51.51    |
|      | 廊坊  | 3.73     | 3.73     |
|      | 三亚  | 6.88     | 3.49     |
|      | 温州  | 28.88    | 21.40    |
|      | 中山  | 6.59     | 6.59     |
| 小计   |     | 98.18    | 87.31    |
| 合计   |     | 2,033.83 | 1,018.14 |

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备充足，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

公司主要专注于开发中小户型、居住环境舒适及位处良好公共交通网络的住宅物业，注重打造与政府政策及市场趋势一致的产品定位。住宅物业方面，公司主要专注于开发宜居刚需、自住改善型住宅产品，此类住宅产品属于中小户型，面积一般小于 120 平方米，并具备居住环境舒适、位处良好公共交通网络、设计与布局适合首次置业人士及首次改善型购房人士的特点。商用物业方面，公司主要集中在一线城市非中心区及二线和三线城市的市区开发销售型商用/办公室物业，

此类商用项目通常为在成本、质量及地点之间寻求最佳平衡的中小型企业提供高性价比选择。

公司采用集团公司、地区公司、项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由地区公司完成，公司对地区公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。目前，在一、二线城市土地成本较高的背景下，公司较多采用与其他开发商合作开发的模式，通过联合拿地和开发，有效减缓了资金压力。工程开发管理方面，公司开发的项目多为单期项目，以实现资产的快速周转和财务的稳定性。工程进度管理方面，公司对工程建设进度进行严密计划，年初即按照公司当年的策略和对市场的判断制定总体的销售计划和建设计划，之后将建设计划进行分解，逐月落实到地区公司、项目公司，并配合月度建设计划制定相应的设计、招标和采购计划。公司将标准化产品及运作流程融入工程监督及质量控制等各个阶段，确保项目开发进度能够保证销售进度。

从开发建设情况看，2015~2017年，公司新开工面积分别为248.00万平方米、344.82万平方米和851.26万平方米，年均复合增长率为85.27%，主要系公司处于扩张期，加大开工力度所致；同时，受工程规划进度不同的影响，公司竣工面积分别为192.00万平方米、178.28万平方米和156.04万平方米，三年复合下降9.85%；公司期末在建面积分别为359.89万平方米、526.43万平方米和1,168.64万平方米，年均复合增长80.20%。

表10 2015~2017年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

| 项目     | 2015年  | 2016年  | 2017年    |
|--------|--------|--------|----------|
| 新开工面积  | 248.00 | 344.82 | 851.26   |
| 竣工面积   | 192.00 | 178.28 | 156.04   |
| 期末在建面积 | 359.89 | 526.43 | 1,168.64 |

资料来源：公司提供

注：1、上表统计口径为总建筑面积；2、2017年，公司期末在建面积不等于2016年期末在建面积+2017年新开工面积-2017年竣工面积，主要系2017年统计口径以取得施工证的时间为准所致。

从在建项目投资情况看，截至2017年底，公司在建项目预计权益总投资818.56亿元，已完成投资428.17亿元，完成比例为52.31%，尚需完成投资390.39亿元。截至2017年底，公司拟建项目总建筑面积为656.90万平方米，权益建筑面积为317.85万平方米，此部分也存在较大的未来资本支出。整体看，未来公司项目开发尚需投资的规模大，公司存在很大的资金需求。

表11 截至2017年底公司在建项目投资情况（单位：亿元）

| 项目区域  |    | 预计权益总投资额 | 已完成权益投资额 | 尚需权益投资额 |
|-------|----|----------|----------|---------|
| 长三角区域 | 上海 | 70.62    | 42.10    | 28.52   |
|       | 苏州 | 49.65    | 30.76    | 18.89   |
|       | 嘉兴 | 29.07    | 19.00    | 10.07   |
|       | 杭州 | 84.72    | 49.36    | 35.36   |
|       | 合肥 | 95.91    | 42.58    | 53.33   |
|       | 无锡 | 13.47    | 5.38     | 8.08    |
|       | 宁波 | 43.72    | 28.94    | 14.78   |
|       | 南京 | 78.21    | 55.14    | 23.08   |
|       | 温州 | 14.26    | 8.00     | 6.26    |
|       | 太仓 | 8.00     | 4.50     | 3.50    |
| 环渤海区域 | 北京 | 36.14    | 23.37    | 12.77   |
|       | 天津 | 17.93    | 12.50    | 5.43    |

|          |    |        |        |        |
|----------|----|--------|--------|--------|
| 中西部及其他地区 | 青岛 | 5.97   | 1.78   | 4.19   |
|          | 济南 | 8.18   | 5.63   | 2.55   |
|          | 沈阳 | 55.65  | 29.05  | 26.60  |
|          | 重庆 | 128.40 | 39.66  | 88.74  |
|          | 长沙 | 7.88   | 4.06   | 3.82   |
|          | 西安 | 22.00  | 10.39  | 11.61  |
|          | 郑州 | 4.41   | 2.46   | 1.95   |
|          | 佛山 | 39.55  | 10.48  | 29.07  |
|          | 三亚 | 4.82   | 3.03   | 1.79   |
| 合计       |    | 818.56 | 428.17 | 390.39 |

资料来源：公司提供

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，受益于该等地区房地产市场景气度上升，2015~2017 年，公司签约销售面积分别为 157.59 万平方米、203.79 万平方米和 464.00 万平方米，签约销售金额分别为 210.62 亿元、362.77 亿元和 808.00 亿元，均呈大幅增长的态势，主要系房地产市场销售较好的大环境影响所致，为未来结转收入提供较好的支撑。2015~2017 年，公司签约销售均价分别为 13,365.00 元/平方米、17,801.00 元/平方米和 17,413.00 元/平方米，其中 2017 年较上年略有下滑主要系公司项目大部分在政策调控区域，受限价政策影响较大所致；受竣工结转节奏影响，结转收入金额分别为 134.11 亿元、175.64 亿元和 151.00 亿元，呈波动增长态势。

表 12 2015~2017 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     | 2015 年    | 2016 年    | 2017 年    |
|--------|-----------|-----------|-----------|
| 签约销售面积 | 157.59    | 203.79    | 464.00    |
| 签约销售金额 | 210.62    | 362.77    | 808.00    |
| 签约销售均价 | 13,365.00 | 17,801.00 | 17,413.00 |
| 结转收入   | 134.11    | 175.64    | 151.00    |

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司已竣工项目中，在售项目 57 个，涉及 14 个城市，可售建筑面积为 194.95 万平方米，权益可售建筑面积为 112.19 万平方米，主要分布于重庆、上海、天津、北京、长沙和武汉等，且大部分项目竣工时间较短，去化情况较好；公司在建项目中，在售项目 46 个，涉及 17 个城市，总建筑面积为 846.60 万平方米，权益建筑面积为 387.04 万平方米，其中已预售总建筑面积约 350 万平方米，主要分布于合肥、杭州、重庆、沈阳和天津，总建筑面积分别占 30.85%、12.30%、12.08%、5.56%和 5.28%，其余地区总建筑面积均低于 5.00%。

截至 2017 年底，公司项目剩余可出售总建筑面积（不包括停车位）合计 1,039.66 万平方米，剩余可出售权益建筑面积 539.12 万平方米，其中，已竣工项目剩余可出售总建筑面积（不包括停车位）合计 208.30 万平方米，剩余可出售权益建筑面积 123.37 万平方米；在建项目剩余可出售总建筑面积（不包括停车位）合计 831.36 万平方米，剩余可出售权益建筑面积 415.74 万平方米。公司剩余可出售权益建筑面积大约可支持公司 1~2 年左右的销售，具体情况如下表所示。

表 13 截至 2017 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        | 71.21             | 34.86         |
| 苏州        | 39.07             | 23.51         |
| 嘉兴        | 29.22             | 29.22         |
| 杭州        | 75.92             | 51.23         |
| 合肥        | 131.21            | 41.67         |
| 无锡        | 37.79             | 22.67         |
| 宁波        | 36.91             | 15.11         |
| 南京        | 35.68             | 18.89         |
| 温州        | 23.70             | 17.78         |
| 太仓        | 10.20             | 2.85          |
| 北京        | 44.63             | 12.55         |
| 天津        | 53.98             | 23.06         |
| 青岛        | 15.66             | 7.83          |
| 济南        | 23.40             | 7.28          |
| 沈阳        | 49.05             | 34.78         |
| 重庆        | 216.69            | 79.00         |
| 长沙        | 27.90             | 25.06         |
| 西安        | 23.86             | 18.89         |
| 郑州        | 16.01             | 3.36          |
| 佛山        | 55.38             | 55.38         |
| 三亚        | 1.69              | 0.84          |
| 镇江        | 0.60              | 0.60          |
| 廊坊        | 3.73              | 3.73          |
| 武汉        | 15.80             | 8.60          |
| 福州        | 0.37              | 0.37          |
| <b>合计</b> | <b>1,039.66</b>   | <b>539.12</b> |

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。2017 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 63.9%、21.2%和 15.0%，具体情况如下表所示。

表 14 2016 年及 2017 年公司签约销售地域分布情况（单位：亿元、%）

| 分地区       | 2016 年       |              |              |              | 2017 年       |              |              |              |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|           | 签约销售面积       |              | 签约销售额        |              | 签约销售面积       |              | 签约销售额        |              |
|           | 金额           | 占比           | 金额           | 占比           | 金额           | 占比           | 金额           | 占比           |
| 长三角       | 111.5        | 54.7         | 213.8        | 58.9         | 256.0        | 55.2         | 516.0        | 63.9         |
| 环渤海       | 61.6         | 30.2         | 116.9        | 32.2         | 115.0        | 24.8         | 171.0        | 21.2         |
| 中西部及其他地区  | 30.6         | 15.0         | 32.1         | 8.8          | 93.0         | 20.0         | 121.0        | 15.0         |
| <b>合计</b> | <b>203.7</b> | <b>100.0</b> | <b>362.8</b> | <b>100.0</b> | <b>464.0</b> | <b>100.0</b> | <b>808.0</b> | <b>100.0</b> |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：2015 年数据公司未统计。

总体看，近三年公司销售区域分布广，签约销售额和销售面积均大幅增长，为未来收入结转

提供有力支撑；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。2017 年以来，全国楼市调控长期化，一线城市调控尤为严格，楼市调控政策对公司未来核心区域项目销售存在较大影响。

#### 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。

2015~2017 年，公司物业管理及物业相关服务收入主要系公司下属子公司上海永升物业管理有限公司从事物业管理服务收取的物业费，近三年公司物业管理及物业相关服务收入分别为 9.39 亿元（占营业收入的 6.53%）、14.55 亿元（占 7.63%）和 14.62 亿元（占 8.81%），2016 年同比增长 54.95%，主要系公司开发的房地产项目增加和对外承接的物业管理面积增加所致；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，近两年分别为 0.41 亿元（占营业收入的 0.28%）、0.60 亿元（占 0.32%）和 0.75 亿元（占 0.45%），收入规模较小。

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. 经营效率

2015~2017 年，公司流动资产周转率分别为 0.43 次、0.40 次和 0.22 次，总资产周转率分别为 0.36 次、0.34 次和 0.19 次，呈持续下降趋势，主要系公司其他应收款和存货增加所致。2015~2017 年，公司存货周转率分别为 0.62 次、0.70 次和 0.39 次，2017 年有所下降主要系公司拿地速度加快及开工力度加大所致。与同行业上市公司相比，2017 年公司经营效率指标有所下滑且处于一般水平，主要系公司当年拿地较多所致。

表15 公司与房地产开发类上市公司2017年经营效率指标比较（单位：次）

| 公司简称        | 存货周转率       | 流动资产周转率     | 总资产周转率      |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 华夏幸福        | 0.16        | 0.21        | 0.19        |
| 荣安地产        | 0.42        | 0.39        | 0.35        |
| 新城控股        | 0.45        | 0.37        | 0.28        |
| 招商蛇口        | 0.34        | 0.30        | 0.26        |
| 世茂股份        | 0.34        | 0.36        | 0.22        |
| <b>旭辉集团</b> | <b>0.39</b> | <b>0.22</b> | <b>0.19</b> |

资料来源：Wind资讯

注：本表除旭辉集团外其他公司数据引自Wind。

总体看，随着公司拿地节奏的加快，公司整体经营效率有所下滑且处于一般。

#### 7. 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，对公司资金流形成一定压力。

##### （2）一、二线城市调控措施不断推出，地产价格上涨空间有限

近年来，受房地产行业持续调控及房地产市场供需关系调整等因素的影响，公司房地产项目的销售单价上涨有限，整体毛利率有所波动。由于公司的土地储备以一、二线城市为主，限购、限价等调控措施的推出，限制了物业价格的上涨空间，公司未来的盈利前景仍存在较大不确定性。

## 8. 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。

## 七、财务分析

公司 2015~2017 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。合并范围方面，2016 年公司合并财务报表范围新增加 57 家子公司，减少 3 家子公司；2017 年公司合并财务报表范围新增加 97 家子公司，减少 7 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，财务数据的可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,086.44 亿元，负债合计 862.52 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）223.92 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 198.05 亿元。2017 年，公司实现营业收入 165.97 亿元，净利润（含少数股东损益）36.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 32.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额-81.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 44.13 亿元。

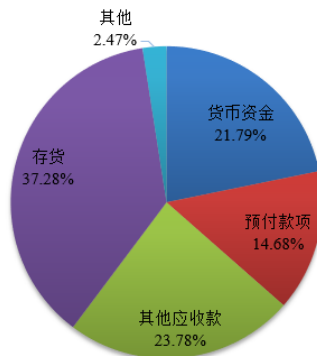
## 1. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额年均复合增长率为 54.97%，呈逐年增长态势，主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底，公司资产总额 1,086.44 亿元，较年初增长 65.84%；从资产构成看，流动资产占比 88.46%，非流动资产占比 11.54%，以流动资产为主。

### （1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产年均复合增长率为 57.84%，呈逐年增长态势，主要系货币资金、预付款项、其他应收款和存货增长较快所致。截至 2017 年底，公司流动资产总额为 961.11 亿元，较年初增长 68.64%；主要由货币资金（占 21.79%）、预付款项（占 14.68%）、其他应收款（占 23.78%）和存货（占 37.28%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金年均复合增长率为 59.43%，呈逐年增长态势。其中，2016 年增幅主要系公司当年签约销售金额与回款增加、发行债券及向关联方借款导致现金大规模流入所致；2017 年增幅主要系当年预收售楼款增加使得销售监控专户余额增加所致。截至 2017 年底，公司货币资金余额为 209.47 亿元，主要由银行存款（占 99.52%）和其他货币资金（占 0.48%，主要为未结按揭贷款余额保证金以及工程及其他保证金）构成，无使用受限的货币资金。

公司预付款项主要为公司预付的土地购置款及前期拆迁款，2015~2017 年，公司预付款项年均复合增长率为 175.43%，呈逐年增长态势，主要系公司加大土地储备规模以及公司推进太原市城中村改造等项目支付拆迁款的共同影响所致；截至 2017 年底，公司预付款项余额为 141.04 亿元。

2015~2017 年，公司其他应收款年均复合增长率为 78.10%，呈逐年增长态势，主要系往来款增加所致。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 228.52 亿元，其中关联方往来款占比 64.96%、合作方往来款占比 30.95%，对公司资金形成一定占用；从集中度看，公司前五大其他应收款合计占比 15.68%，集中度一般，考虑到款项性质主要为关联方及合作方的往来款，账龄主要在 1 年以内，回款风险较小，具体情况如下表所示。截至 2017 年底，公司对其他应收款全部按信用风险特征组合计提坏账准备 279.63 万元，计提比例为 0.01%，坏账准备计提比例低。

表 16 截至 2017 年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

| 单位名称            | 账龄    | 金额   | 占比   | 款项性质   |
|-----------------|-------|------|------|--------|
| 重庆华宇盛泰房地产开发有限公司 | 1 年以内 | 9.84 | 4.31 | 联合营往来款 |
| 南京佳运城房地产开发有限公司  | 1 年以内 | 7.39 | 3.23 | 联合营往来款 |
| 上海招商置业有限公司      | 1 年以内 | 6.78 | 2.97 | 合作方往来款 |

|                |       |       |       |        |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| 上海金鸣置业有限公司     | 1 年以内 | 6.72  | 2.94  | 联合营往来款 |
| 广州市保瑞房地产开发有限公司 | 1 年以内 | 5.11  | 2.23  | 关联方往来款 |
| 合计             | --    | 35.83 | 15.68 | --     |

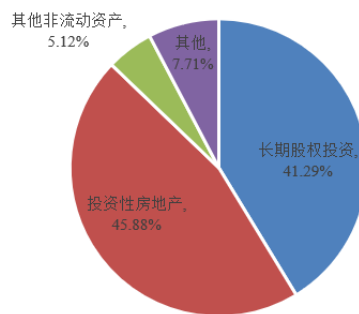
资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货账面价值年均复合增长率为 37.33%，呈逐年增长态势，主要系公司积极拿地且对在建项目投入持续增加的共同影响所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 358.31 亿元，由在建开发产品（占比 89.58%）和已完工开发产品（占比 10.42%）构成，其中，公司已完工开发产品主要分布在上海和武汉，分别占已完工开发产品的 37.34%和 29.00%；金额较大的在建开发产品主要为安徽乾泰·旭辉·望麓别院（20.40 亿元）、济南银盛泰·旭辉·金域蓝山（19.38 亿元）、沈阳辉尊·旭辉·雍禾府（17.61 亿元）、南京旭东·旭辉·铂悦秦淮（16.92 亿元）、苏州辉煜·旭辉·太湖新城（14.29 亿元）、合肥盛哲·旭辉·云锦别院（13.71 亿元）、温州佳盛·旭辉·瓯海区茶山（13.59 亿元）、沈阳辉明·旭辉·东樾（12.02 亿元）、嘉善盛诚·旭辉·嘉善姚庄（11.87 亿元）、嘉善盛安·旭辉·嘉善县魏塘（10.45 亿元）和宁波旭鄞·旭辉·钟公庙（10.08 亿元）等，大多预计在 2018~2019 年竣工。截至 2017 年底，公司存货规模较大，未计提存货跌价准备，虽然公司存货主要集中在上海、南京、天津、武汉、沈阳、合肥和杭州等一、二线地区，但沈阳等部分地区易受到区域房地产市场景气度影响，存货可能存在一定的计提跌价准备不足风险；部分重点城市调控政策趋长期化，公司可能面临去化速度放慢的风险。

## （2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长率为 37.17%，呈逐年增长态势，主要系长期股权投资持续增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 125.33 亿元，较年初增长 47.06%；主要由长期股权投资（占 41.29%）和投资性房地产（占 45.88%）和其他非流动资产（占 5.12%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资年均复合增长率为 194.17%，呈逐年增长态势，主要系公司与其他企业的合作项目逐渐增多，新增多家联营企业以及权益法下确认的投资收益增加所致；同期，公司长期股权投资确认的投资收益分别为 0.28 亿元、3.89 亿元和 13.18 亿元。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 51.75 亿元，其中当年追加投资 24.26 亿元（主要为 2017 年新增 6.50 亿元的苏州旭嘉置业有限公司股权投资以及 2.29 亿元的苏州旭隆置业有限公司股权投资，其余较为分散）；2017 年确认投资收益 13.18 亿元，预计随着非并表合作开发项目的投资收益确认，公司长期股权投资规模将会持续扩大。

2015~2017 年，公司投资性房地产（按公允价值法计量）年均复合增长率为 0.69%，基本保

持稳定。其中,截至 2016 年底,公司投资性房地产账面价值合计 55.44 亿元,较上年末下降 2.23%,主要系嘉兴旭辉广场出租率低,其公允价值减少 1.87 亿元所致。截至 2017 年底,公司投资性房地产账面价值合计 57.50 亿元,较上年末增长 3.71%,主要系待售物业转入 3.40 亿元所致;此外当年公允价值减少 1.54 亿元,主要系嘉兴旭辉广场出租率低使得公允价值减少所致,具体情况如下表所示。

表17 截至2017年底公司前五大投资性房地产明细(单位:平方米、万元、%)

| 项目名称     | 地区 | 总建筑面积      | 初始成本       | 账面价值       | 升值率    |
|----------|----|------------|------------|------------|--------|
| 北京望馨商业中心 | 北京 | 4,860.00   | 3,640.17   | 5,590.00   | 61.55  |
| 旭辉杨浦商业广场 | 上海 | 45,415.00  | 99,284.59  | 207,285.00 | 108.78 |
| 嘉兴旭辉广场   | 嘉兴 | 85,540.00  | 63,354.76  | 317,000.00 | 400.36 |
| 上海美丽华    | 上海 | 770.00     | 7,193.80   | 7,400.00   | 2.87   |
| 长沙国际广场   | 长沙 | 24,966.96  | 33,982.00  | 35,500.00  | 4.47   |
| 合计       | -- | 161,551.96 | 207,455.32 | 572,775.00 | 176.10 |

资料来源:公司提供

公司其他非流动资产为预付的股权购买款。2015 年底,公司无其他非流动资产;2016 年底,公司其他非流动资产为 4.46 亿元,其中深圳市龙盈泰投资发展有限公司预付股权购买款 2.50 亿元、天津市远铭置业有限公司 1.41 亿元、宝亨房地产(深圳)有限公司 0.54 亿元;2017 年底,公司其他非流动资产为 6.41 亿元,其中青岛银盛泰房地产有限公司(以下简称“青岛银盛泰”)预付股权购买款 5.00 亿元,天津旭同房地产开发有限公司 1.41 亿元,其中收购青岛银盛泰 50%的股权有助于公司在山东省的业务布局,涉及土地总储备约 167 万平方米。

截至 2017 年底,公司因借款抵/质押而受限的资产合计 224.57 亿元,占总资产的 20.67%,受限资产占比尚可;其中,受限的存货、投资性房地产以及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产分别为 171.02 亿元、51.82 亿元和 1.73 亿元。

总体看,随着公司开发规模持续扩大,公司资产规模稳定快速增长;同时,公司货币资金充足,整体资产质量较好。但 2017 年以来,全国楼市调控长期化,且以一二线城市尤为严格,需关注楼市调控对公司未来核心区域项目销售的影响;此外,需要关注沈阳等地区项目的去化情况。

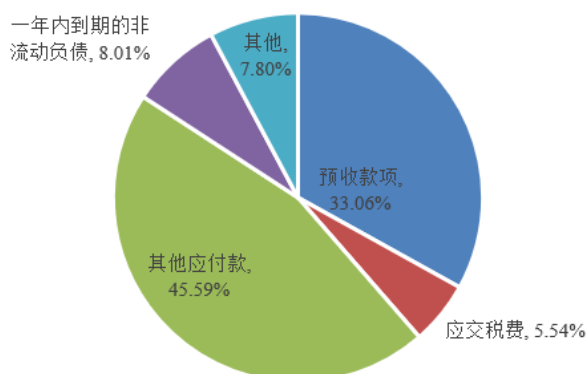
## 2. 负债及所有者权益

### (1) 负债

2015~2017 年,公司负债年均复合增长率为 62.77%,呈逐年增长态势,主要系流动负债的增长所致。截至 2017 年底,公司负债合计 862.52 亿元,较年初增长 72.40%;其中,流动负债 662.79 亿元(占比 76.84%)、非流动负债 199.74 亿元(占比 23.16%)。

2015~2017 年,公司流动负债年均复合增长 69.72%,呈逐年增长态势。截至 2017 年底,公司流动负债较年初增长 79.38%,主要系预收款项和其他应付款增加所致;主要由预收款项(占 33.06%)、应交税费(占 5.54%)、其他应付款(占 45.59%)和一年内到期的非流动负债(占 8.01%)构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司预收款项年均复合增长率为 57.60%，呈逐年增长态势，主要系公司房地产存货增加且销售情况良好，相应的签约销售金额大幅增加所致。截至 2017 年底，公司预收款项为 219.14 亿元，主要来自于南京、杭州、天津、济南、武汉和宁波等城市的项目，可为未来收入结转提供较好的支撑力度。

2015~2017 年，公司应交税费年均复合增长率为 55.94%，呈逐年增长态势，主要系随着公司开发建设项目的大规模竣工交付，应交土地增值税、营业税和企业所得税相应增加所致。截至 2017 年底，公司应交税费为 36.71 亿元。

2015~2017 年，公司其他应付款年均复合增长率为 95.88%，呈逐年增长态势，主要系公司合作项目增加使得相应应付合作方往来款大幅增长以及关联方垫付开发资金等往来款大幅增长的共同影响所致。截至 2017 年底，公司其他应付款为 302.17 亿元，主要为关联方往来款，其中账龄超过 1 年的重要其他应付款为 25.56 亿元，占比较低。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长率为 58.28%，呈逐年增长态势。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 53.08 亿元，其中一年内到期的长期借款为 3.22 亿元、一年内到期的应付债券为 49.86 亿元。

2015~2017 年，公司非流动负债年均复合增长率为 44.66%，呈逐年增长态势，主要系长期借款和应付债券的共同影响所致。截至 2017 年底，公司非流动负债为 199.74 亿元，较年初增长 52.69%；由长期借款（占 70.44%）、应付债券（占 22.45%）和递延所得税负债（占 7.11%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款年均复合增长率为 78.74%，呈波动增长态势。其中，截至 2016 年底，公司长期借款较上年末下降 11.84%，主要系公司偿还长期借款所致；截至 2017 年底，公司长期借款为 140.69 亿元，较上年末大幅增长 262.37%，主要系公司经营规模扩大带动新项目增加从而使得开发贷规模迅速扩张所致。截至 2017 年底，公司未扣除一年内到期部分的长期借款中抵押和保证借款 64.36 亿元，抵押借款 16.83 亿元，抵押和质押借款 6.26 亿元，质押、抵押和保证借款 3.00 亿元，保证借款 53.46 亿元，借款合同约定的年利率区间为 1.46%~9.00%。

2015~2017 年，公司应付债券年均复合增长率为 6.14%，呈波动增长态势。其中，截至 2016 年底，公司应付债券 79.65 亿元，较年初增长 100.11%，主要系当年发行 60 亿元债券所致；截至 2017 年底，公司应付债券 44.84 亿元，较年初减少 43.70%，主要系转至一年内到期的非流动负债科目所致，到期期限分布较为分散；此外，公司还于 2018 年 3 月完成了“18 旭辉 01”（票面利率 6.50%，发行规模 8.00 亿元，期限 2+2 年）和“18 旭辉 02”（票面利率 6.80%，发行规模 27.00 亿元，期限 3+2 年）的发行。

表 18 截至 2017 年底公司应付债券构成 (单位: 亿元、年、%)

| 债券名称     | 发行时间       | 发行金额  | 期末余额  | 债券期限 | 票面利率 |
|----------|------------|-------|-------|------|------|
| 15 旭辉 02 | 2015-11-12 | 5.00  | 4.99  | 5    | 5.96 |
| 16 旭辉 02 | 2016-9-23  | 35.00 | 34.87 | 3+2  | 4.30 |
| 16 旭辉 03 | 2016-9-23  | 5.00  | 4.98  | 5    | 5.50 |
| 合计       | --         | 45.00 | 44.84 | --   | --   |

资料来源: 公司审计报告

2015~2017 年, 公司递延所得税负债年均复合增长率为 10.61%, 呈逐年增长态势, 主要系公允价值变动导致的应纳税暂时性差异增加所致。截至 2017 年底, 公司递延所得税负债为 14.20 亿元。

有息债务方面, 由于经营规模的扩大以及在建项目的持续投入增加, 2015~2017 年, 公司有息债务分别为 107.03 亿元、145.17 亿元和 260.34 亿元, 年均复合增长率为 55.96%, 呈逐年增长态势; 截至 2017 年底, 公司有息债务中的长期债务占比 71.27%, 短期债务占比 28.73%。2015~2017 年, 公司资产负债率分别为 71.96%、76.37%和 79.39%; 净负债率分别为 19.41%、-20.52%和 22.72%; 全部债务资本化比率分别为 45.76%、48.39%和 53.76%; 长期债务资本化比率分别为 39.79%、43.35%和 45.31%, 债务负担有所加重, 但仍属适中。从有息债务的到期期限来看, 截至 2017 年底, 公司将于 2019 年到期的合计 17.29 亿元, 将于 2020 年到期的合计 105.71 亿元, 将于 2021 年到期的合计 60.65 亿元, 将于 2022 年及以后到期的合计 36.76 亿元, 预计 2020 年将会迎来偿债高峰期。

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; 公司债务负担虽有所加重但仍属可控水平, 但有息债务部分 2020 年将面临一定的集中偿付风险。

## (2) 所有者权益

2015~2017 年, 公司所有者权益年均复合增长率为 32.85%, 主要系公司将资本公积和部分未分配利润转增股本, 且未分配利润大幅增长所致。截至 2017 年底, 公司所有者权益为 223.92 亿元, 其中, 归属于母公司所有者权益为 198.05 亿元, 占所有者权益总额比例为 88.45%; 公司归属于母公司的所有者权益中, 股本占 17.67%, 资本公积占-0.77%, 其他综合收益占 0.15%, 盈余公积占 2.63%, 未分配利润占 80.32%。

总体看, 公司所有者权益主要由股本和未分配利润构成。受益于公司利润规模的稳定增长, 公司所有者权益增长幅度较大, 公司资本实力进一步增强; 但所有者权益中未分配利润占比高, 权益稳定性弱。

## 3. 盈利能力

2015~2017 年, 公司分别实现营业收入 143.91 亿元、190.79 亿元和 165.97 亿元, 年均复合增长率为 7.39%, 呈波动增长态势, 主要系公司竣工结转节奏波动影响所致; 同期, 公司分别实现净利润 22.14 亿元、27.23 亿元和 36.37 亿元, 年均复合增长率为 28.16%, 与营业收入变动趋势不一致主要系 2017 年公司合作开发项目确认的投资收益规模大幅增长所致。

期间费用方面, 2015~2017 年, 公司期间费用总额分别为 9.64 亿元、13.15 亿元和 13.69 亿元, 年均复合增长率为 19.17%, 呈逐年增长态势, 主要系公司业务规模扩大带动管理费用大幅增长所致; 2017 年, 公司期间费用中销售费用为 4.84 亿元、管理费用为 10.22 亿元、财务费用为-1.37 亿元。2015~2017 年, 公司销售费用年均复合增长率为 17.55%, 主要系公司销售规模扩大所致; 管理费用年均复合增长率为 59.63%, 主要系随着公司经营规模的扩大, 公司对人员的需求增加,

相应的职工薪酬、办公事务费及咨询服务费等增加所致；财务费用分别为 2.13 亿元、2.30 亿元和 -1.37 亿元，2017 年由正转负主要系当年资本化利息规模扩大以及利息收入增加的共同影响所致。

从利润构成来看，公司营业利润主要来自主营业务产生的经营性利润，此外，公司营业利润还受公允价值变动收益和投资收益的影响。2015~2017 年，公司公允价值变动收益分别为 1.84 亿元、-1.27 亿元和 -2.88 亿元，其中公允价值变动收益为负数主要系公司投资性房地产评估值减少所致，对公司营业利润有一定影响；公司投资收益分别为 3.79 亿元（主要是收购和处置子公司获得的收益，占 89.45%）、4.38 亿元（主要是合作开发企业确认的投资收益，占 88.82%）和 13.82 亿元（主要是合作开发企业确认的投资收益，占 95.36%），占营业利润的比重分别为 13.58%、12.25%和 31.56%，对营业利润有较大影响。

从各项盈利指标看，2015~2017 年，公司营业利润率小幅增长，分别为 22.18%、24.00%和 27.82%，主要系公司合作开发项目确认的投资收益大幅增加所致；公司总资本收益率分别为 11.64%、11.61%和 9.58%，总资本报酬率分别为 8.21%、7.23%和 5.40%，均呈现逐年下降态势，主要系公司处于规模扩张期而收入确认具有滞后性所致；净资产收益率分别为 18.71%、19.34%和 19.20%，基本保持稳定。与同行业上市公司相比，公司销售毛利率、净资产收益率和总资产报酬率均处于较高水平（见下表）。

表 19 公司与房地产开发类上市公司 2017 年盈利指标对比（单位：%）

| 公司简称        | 销售毛利率        | 净资产收益率       | 总资产报酬率      |
|-------------|--------------|--------------|-------------|
| 华夏幸福        | 47.93        | 28.12        | 4.39        |
| 荣安地产        | 24.87        | 13.72        | 6.24        |
| 新城控股        | 35.56        | 33.99        | 6.07        |
| 招商蛇口        | 37.66        | 19.58        | 7.53        |
| 世茂股份        | 44.91        | 10.71        | 6.27        |
| <b>旭辉集团</b> | <b>30.09</b> | <b>19.34</b> | <b>7.23</b> |

资料来源：Wind 资讯

注：本表除旭辉集团外其他公司数据引自 Wind

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；投资性房地产公允价值变动及投资收益对公司营业利润有一定影响；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

从经营活动情况来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 153.14 亿元、251.19 亿元和 272.87 亿元，年均复合增长率为 33.49%，主要系公司签约销售规模逐年扩大所致；经营活动现金流出分别为 137.53 亿元、189.32 亿元和 354.73 亿元，年均复合增长率为 60.60%，主要系房地产开发项目规模扩大以及公司新增土储规模扩大的共同影响所致。受上述因素的影响，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 15.61 亿元、61.87 亿元和 -81.87 亿元，2017 年由正转负。

从投资活动情况来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 33.16 亿元、26.89 亿元和 48.37 亿元，年均复合增长率为 20.77%，呈现波动增长态势，主要系收回往来款的波动增长所致；投资活动现金流出分别为 35.72 亿元、72.59 亿元和 172.56 亿元，年均复合增长率为 119.79%，主要系公司新收购的项目增加以及支付往来款大幅增加的共同影响所致。受上述因素的影响，2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -2.56 亿元、-45.71 亿元和 -124.18 亿元，

呈现大幅净流出状态。

从筹资活动情况看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 127.49 亿元、239.22 亿元和 406.24 亿元，年均复合增长率为 78.51%，主要系公司向关联方借款收到的现金大幅增加以及借款波动增长的共同影响所致；公司筹资活动现金流出分别为 116.02 亿元、173.15 亿元和 156.07 亿元，年均复合增长率为 15.98%，呈波动增长态势，主要系 2016 年以来归还关联方借款增加以及偿还债务规模减少（15 年以来发行公司债，债务期限较长）的共同影响所致。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 11.46 亿元、66.07 亿元和 250.17 亿元，年均复合增长率为 367.13%，呈现持续净流入状态。

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，但 2017 年以来公司加大拿地力度和建设支出力度，经营活动现金流净额由正转负；随着公司合作房地产开发项目的增加，公司投资规模大幅增加，同时考虑到公司 2020 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，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.68 倍、1.54 倍和 1.45 倍，呈逐年下降态势，主要系合作开发项目增加使得应付往来款增加所致；速动比率分别为 0.85 倍、1.02 倍和 0.91 倍，呈波动增长态势，其中 2017 年有所下滑主要系 2017 年以来公司新增土储规模扩大使得现金消耗增加、合作开发项目增加使得应付款增加以及销售较好使得预收款规模扩大的共同影响所致。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 3.55 倍、6.73 倍和 2.86 倍，虽然 2017 年该指标迅速下滑，但主要系经营规模扩大所致，同时公司现金对短期债务的覆盖程度仍属较高。整体看，公司短期偿债指标虽有所下滑，但短期偿债能力仍属很强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 32.60 亿元、40.20 亿元和 47.24 亿元，规模大幅增加。2017 年公司 EBITDA 构成中，折旧占 0.27%、摊销占 0.11%、计入财务费用的利息支出占 2.50%、利润总额占比 97.11%，公司 EBITDA 以利润总额为主。2015~2017 年，EBITDA 利息倍数分别为 2.54 倍、2.29 倍和 2.85 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度尚可。2015~2017 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.30 倍、0.28 倍和 0.18 倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司共取得银行授信额度 1,510.00 亿元，已使用额度 135.40 亿元，未使用的额度为 1,374.60 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保 22.97 亿元，占期末净资产的 10.26%；被担保方主要处于房地产行业，涉及 11 家企业，经营情况良好，其中最大被担保方为苏州旭悦置业有限公司，担保金额 7.88 亿元，该企业成立于 2015 年 11 月，注册资本 2,000.00 万元。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

截至 2017 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 2018 年 1 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，公司短期偿债能力强，EBITDA 对利息和债务的保障能力较好，同时间接融资渠道畅通；但对外担保体量较大，存在一定的或有负债风险。

## 八、本次债券偿债能力分析

### 1. 本次债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年底,公司全部债务总额为 260.34 亿元,本次拟发行债券规模为不超过 34.95 亿元,占目前公司全部债务的 13.42%,公司债务负担有所加重。

以 2017 年底财务数据为基础,若募集资金总额为 34.95 亿元,本次债券发行后,在其它因素不变的情况下,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 80.03%、49.61% 和 56.87%,较发债前分别提高 0.64 个百分点、4.30 个百分点和 3.11 个百分点,债务负担有所加重。考虑到公司本次债券的筹集资金将用于偿付公司部分已发行公司债券的回售金额,因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

以 2017 年底财务数据为基础,考虑到公司已于 2018 年 3 月发行的“18 旭辉 01”和“18 旭辉 02”(合计发行规模为 35.00 亿元),假设募集资金总额为 69.95 亿元,本次债券发行后,在其它因素不变的情况下,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 80.64%、53.29%和 59.60%,较发债前分别提高 1.25 个百分点、7.98 个百分点和 5.84 个百分点,债务负担有所加重。考虑到公司本次债券的筹集资金将用于偿付公司部分已发行公司债券的回售金额,因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

### 2. 本次债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础,公司 EBITDA 为 47.24 亿元,为本次债券发行额度的 1.35 倍,EBITDA 对本次债券额度的覆盖程度尚可。2017 年公司经营活动产生的现金流入量为 272.86 亿元,为本次债券发行额度的 7.81 倍,对本次债券覆盖程度较高。

以 2017 年的相关财务数据为基础,考虑到公司已于 2018 年 3 月发行的“18 旭辉 01”和“18 旭辉 02”(合计发行规模为 35.00 亿元),假设募集资金总额为 69.95 亿元,公司 EBITDA 为 47.24 亿元,为募集资金总额(69.95 亿元)的 0.68 倍。2017 年公司经营活动产生的现金流入量为 272.86 亿元,为募集资金总额(69.95 亿元)的 3.90 倍。

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,且近年来公司收入和利润规模持续扩大,联合评级认为,公司对本次债券的偿还能力极强。

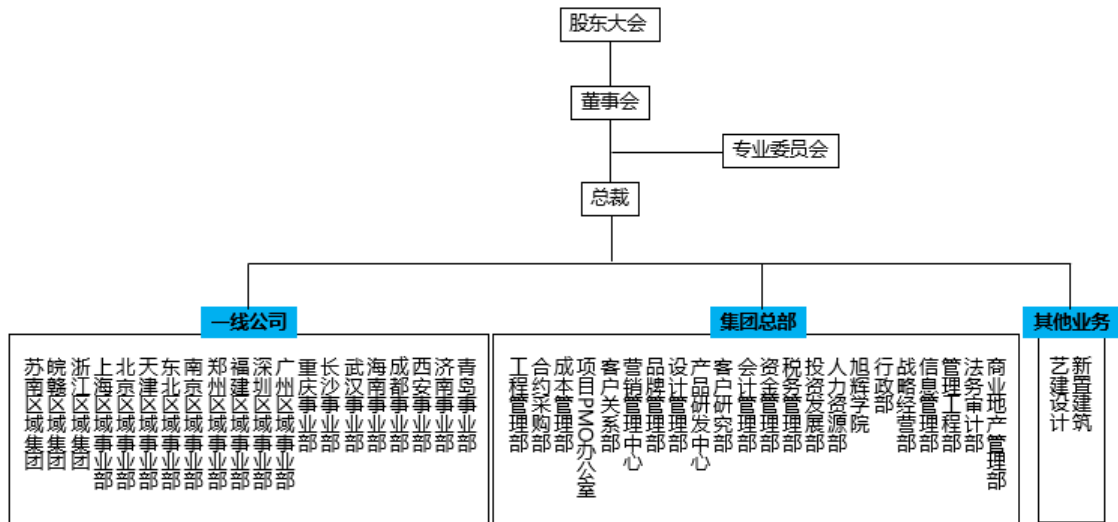
## 九、综合评价

公司作为港股上市公司旭辉控股主要的房地产业务运营实体,公司业务主要分布于长三角、环渤海等区域的一、二线城市,公司土地储备充足、土地质量较高,开发管理体系高效,房地产业务盈利能力强、财务状况较为稳健。同时,联合评级也关注到公司房地产业务面临一定的政策波动风险,在建及拟建房地产项目后续开发仍需大规模的资金,经营性净现金流由大规模净流入转为大规模净流出,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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 旭辉集团股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 旭辉集团股份有限公司

### 主要财务指标

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年   |
|------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 452.40 | 655.13 | 1,086.44 |
| 所有者权益（亿元）        | 126.87 | 154.83 | 223.92   |
| 短期债务（亿元）         | 23.19  | 26.70  | 74.80    |
| 长期债务（亿元）         | 83.84  | 118.47 | 185.53   |
| 全部债务（亿元）         | 107.03 | 145.17 | 260.34   |
| 营业收入（亿元）         | 143.91 | 190.79 | 165.97   |
| 净利润（亿元）          | 22.14  | 27.23  | 36.37    |
| EBITDA（亿元）       | 32.60  | 40.20  | 47.24    |
| 经营性净现金流（亿元）      | 15.61  | 61.87  | -81.87   |
| 应收账款周转次数（次）      | 7.26   | 13.13  | 18.07    |
| 存货周转次数（次）        | 0.62   | 0.70   | 0.39     |
| 总资产周转次数（次）       | 0.36   | 0.34   | 0.19     |
| 总资本收益率（%）        | 11.64  | 11.61  | 9.58     |
| 总资产报酬率（%）        | 8.21   | 7.23   | 5.40     |
| 净资产收益率（%）        | 18.71  | 19.34  | 19.20    |
| 营业利润率（%）         | 22.18  | 24.00  | 27.82    |
| 费用收入比（%）         | 6.70   | 6.89   | 8.25     |
| 资产负债率（%）         | 71.96  | 76.37  | 79.39    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 45.76  | 48.39  | 53.76    |
| 长期债务资本化比率（%）     | 39.79  | 43.35  | 45.31    |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.54   | 2.29   | 2.85     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.30   | 0.28   | 0.18     |
| 流动比率（倍）          | 1.68   | 1.54   | 1.45     |
| 速动比率（倍）          | 0.85   | 1.02   | 0.91     |
| 现金短期债务比（倍）       | 3.55   | 6.73   | 2.86     |
| 经营现金流动负债比率（%）    | 6.78   | 16.75  | -12.35   |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.93   | 1.15   | 1.35     |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 1.30   | 1.61   | 1.89     |

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。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                           |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                |
| 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%                                                             |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                            |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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                                                                             |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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)                                                            |
| <b>本次债券偿债能力</b>   |                                                                                                |
| 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 4 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。

## 联合信用评级有限公司关于 旭辉集团股份有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年旭辉集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

旭辉集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。旭辉集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注旭辉集团股份有限公司的相关状况，如发现旭辉集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如旭辉集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至旭辉集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送旭辉集团股份有限公司、监管部门等。

