信用评级公告

联合〔2021〕4819号

联合资信评估股份有限公司通过对旭辉集团股份有限公司及其相关债券的信用状况进行综合分析和评估，确定维持旭辉集团股份有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“18旭辉05”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

旭辉集团股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
旭辉集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 旭辉 05	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 旭辉 05	8.75 亿元	8.75 亿元	2022/09/19

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对旭辉集团股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内大型房地产开发商，在城市布局、项目储备、销售情况等方面具有较强的竞争优势。跟踪期内，公司经营业绩保持增长，逐步形成全国化布局。同时，联合资信也关注到公司多采用合作开发方式进行项目运营，合联营项目占比较高，部分项目位于三四线城市，可能面临一定去化压力等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司在建房地产项目充足，未来随着公司房地产项目开发及销售的推进，公司经营状况将保持良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 旭辉 05”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司开发经验丰富，具有一定品牌优势。**公司作为国内大型房地产开发商，历经多年的发展，积累了丰富的房地产开发经验，具有一定品牌优势。
2. **公司土地储备逐步形成全国化布局，项目区位较为良好。**公司土地储备分布较广，有利于区域风险的分散；一二线城市占比较高且以单盘开发为主，主要面向刚需和首次改善客户，有助于快速去化。
3. **公司销售规模持续增长，预收账款规模较大。**2020 年，公司全口径签约销售额实现 2202.92 亿元，同比增长 15.20%；截至 2020 年底，预收账款金额为 697.10 亿元，可为公司未来收入提供较大保障。

关注

1. **房地产行业政策风险。**公司部分项目位于热点一二线城市，银行贷款集中管理及部分城市限购、限价政策或将对公司部分城市的项目去化造成一定影响，供地两集中等行业土地调控政策或将对公司进一步取得所布局热点城市项目造成一定影响。
2. **跟踪期内，公司毛利率水平一般且小幅下降。**2020 年，

分析师：韩家麒　闫　欣
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

公司物业销售及相关服务板块毛利率降低 1.84 个百分点至 23.45%，盈利能力小幅下滑。

3. **公司合作开发项目占比较高，项目运营及资源管控难度有所增加，公司少数股东权益增长快，其他应收款快速增长。**公司多采用合作开发的方式进行项目运营，资源管控的难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求。近年来，少数股东权益和其他应付款持续增长。截至 2020 年底，公司少数股东权益 352.86 亿元，公司其他应收款 940.98 亿元。
4. **相较公司销售进度，土地储备规模一般，存在一定补库存需求。**截至 2020 年底，公司合并报表范围内在建项目剩余尚未销售面积（不含车位）为 1027.70 万平方米，拟建项目剩余尚未销售面积（不含车位）为 307.93 万平方米，相较公司销售进度，存在一定补库存需求。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	274.91	424.72	328.65
资产总额（亿元）	1920.15	2682.49	3237.89
所有者权益（亿元）	390.13	636.49	788.55
短期债务（亿元）	79.01	91.86	108.46
长期债务（亿元）	341.15	457.57	441.45
全部债务（亿元）	420.16	549.43	549.91
营业收入（亿元）	372.04	518.06	621.94
利润总额（亿元）	87.17	110.60	123.41
EBITDA（亿元）	90.14	114.45	127.37
经营性净现金流（亿元）	25.55	-46.79	112.70
营业利润率（%）	20.64	20.73	21.12
净资产收益率（%）	18.57	14.14	12.40
资产负债率（%）	79.68	76.27	75.65
全部债务资本化比率	51.85	46.33	41.09
流动比率（%）	149.73	154.45	139.96
经营现金流动负债比	2.20	-2.99	5.66
现金短期债务比（倍）	3.48	4.62	3.03
EBITDA 利息倍数（倍）	2.50	2.21	2.27
全部债务/EBITDA（倍）	4.66	4.82	4.32
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	822.51	722.53	1299.34
所有者权益（亿元）	69.56	139.06	154.69
全部债务（亿元）	133.68	137.58	135.58
营业收入（亿元）	0.79	2.20	1.51
利润总额（亿元）	11.38	30.40	15.51
资产负债率（%）	91.54	80.75	88.09
全部债务资本化比率	65.77	49.73	46.78
流动比率（%）	109.12	129.72	109.42
经营现金流动负债比	-8.74	2.18	-3.07

注：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

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 旭辉 05	AAA	AAA	稳定	2020/06/12	闫　欣 王　彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
18 旭辉 05	AAA	AAA	稳定	2018/08/15	王安娜 支亚梅	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2017 年）	阅读全文
18 旭辉 01	AAA	AAA	稳定	2020/06/12	闫　欣 王　彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	--
18 旭辉 01	AAA	AAA	稳定	2018/02/12	张兆新 李　镭	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2017 年）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由旭辉集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。如有利益冲突情形，请按照公司要求披露。

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

旭辉集团股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于旭辉集团股份有限公司（以下简称“公司”或“旭辉集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

旭辉集团前身系 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，旭辉集团全体股东将截至 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。

后经多次增资与股权变更，截至 2020 年底，旭辉集团注册资本为 35.00 亿元，旭辉集团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，为旭辉集团的实际控制人。

旭辉集团主要从事房地产开发业务。截至 2020 年底，旭辉集团总部内设营销管理中心、运营中心、产品中心、财务资本中心、投资中心、人力发展中心、企业管理中心、商业管理总部、董秘办、法务风控部和审计监察部。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 3237.89 亿元，所有者权益 788.55 亿元（含少数股东权益 352.86 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 621.94 亿元，利润总额 123.41 亿元。

旭辉集团注册地址：上海市青浦区练塘镇章练塘路 508 号 2 幢 3 层 320 室；法定代表人：陈东彪。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
18 旭辉 05	8.75	8.75	2018/09/19	4 年（3+1）
18 旭辉 01	8.00	8.00	2018/03/21	4 年（2+2）

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

表1　2017－2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00

PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不

断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

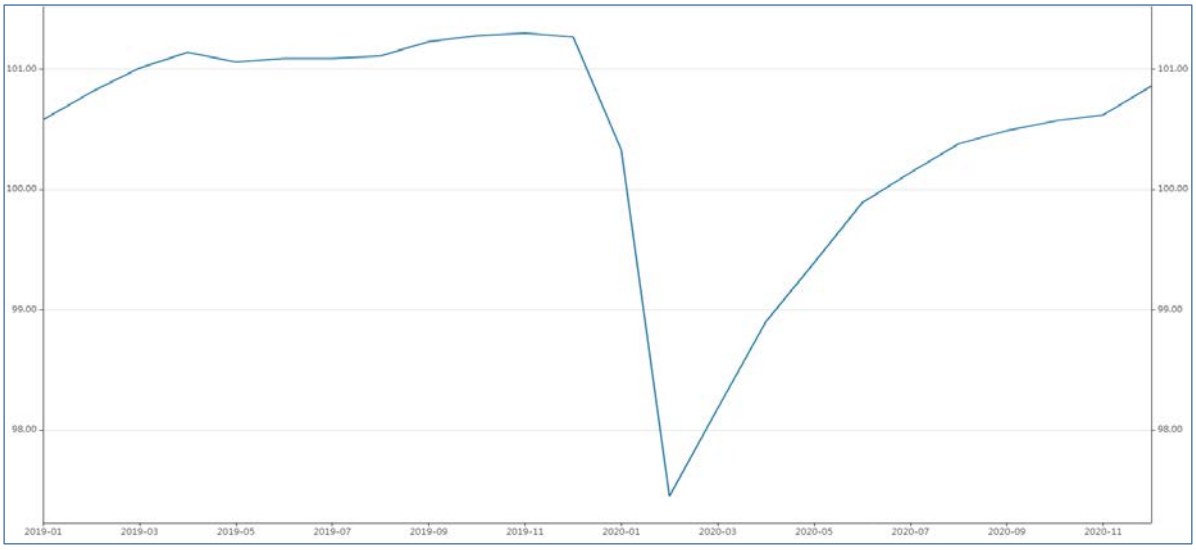
五、行业分析

1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1　2019 年－2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收

窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 2　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融

政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 3　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 4。

表 4　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年底，公司注册资本为 35.00 亿元，旭辉集团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，为旭辉集团的实际控制人。跟踪期内，公司境内股权状况未发生变化；境外部分上市公司旭辉控股（集团）有限公司（以下简称“旭辉控股”，证券代码：0884.HK）持股情况发生微小变化，公司最新股权结构详见附件 1-1。

2. 企业规模及竞争力

公司拥有丰富的房地产项目开发经验，已初步形成全国化布局，拥有较高的品牌价值及行业影响力。

公司是全国领先的房地产开发商及运营商，其房地产开发经验丰富。公司主要专注于高品质住宅物业开发，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。截至2020年底，公司拥有“中国房地产开发企业一级资质”，是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。公司在2020中国房地产500强测评成果发布会取得“2020中国房地产开发企业稳健经营10强”第一位的排名，综合实力位列“2020中国房地产开发企业20强”第14位。

截至2020年底，公司已初步实现全国化的经营布局，物业项目主要分布于长三角地区、环渤海地区、中西部地区以及华南地区的60多个城市。

3. 人员素质

公司高级管理人员具备多年的行业管理经验，公司员工构成较合理，能够满足目前公司经营需要。

截至2020年底，公司共有董事会成员8人，其中董事长1人、副董事长1人，董事6人；监事会成员3人；高级管理人员5人。公司核心管理团队成员多数从事相关业务和管理工作多年，行业经验较丰富。

截至2020年底，公司控股股东旭辉控股（集团）有限公司口径员工总数19649人，其中从事房地产开发的人数占比为41.05%、从事物业管理业务的人数占比为57.32%、从事商业地产租赁的人数占比为1.63%。

4. 企业信用记录

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

根据中国人民银行出具的企业征信报告（统一社会信用代码：91310000132146888 5），截至2021年4月23日，公司已结清及未结清信贷信息中，无任何不良记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司公司法人治理结构和内控机制较为完善，符合相关法律法规要求，管理体制较为健全，能够满足公司日常管理的需要。

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员未发生变更。公司高管团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入保持大幅增长态势，物业销售及相关服务主业突出，公司毛利率小幅下降。

公司是港股上市公司旭辉控股旗下地产业务的主要开发运营实体，开发经验丰富，行业地位高。近年来，公司已形成了长三角地区、环渤海地区、华南地区和中西部地区四大全国重点战略核心区域，全国化布局基本完成。公司项目开发以合作开发方式为主，拿地方式以招拍挂为主，并结合股权收并购、城市更新、产业勾地等多元化拿地方式，主要布局一二线城市及热点城市周边经济情况良好的三四线城市。从项目开发方面来看，项目较多以单期开发的方式运营，项目定位主要包括中小户型刚需和首改类，毛利率相对偏低但可实现项目快速周转的目标。

跟踪期内，公司继续保持以房地产开发销售及相关服务为主，物业出租为辅的业务格局。

2020年，公司实现营业收入621.94亿元，同比增长20.05%；其中占比高的物业销售及相关服务收入619.38亿元，同比增长20.25%，主要系前期签约销售额的快速增长，带动营业收入规模上升所致；物业出租收入占比低，2020年受新冠肺炎疫情的影响，收入规模小幅下降，对公司整体收入影响小。

毛利率方面，2020年公司综合毛利率为23.62%，同比下降1.93个百分点，主要系房地产

销售板块毛利率下滑所致。物业销售及相关服务板块毛利率有所下滑，主要系所结转项目城市布局差异导致项目毛利率下降所致；物业出租板块毛利率有所下滑，但由于收入占比低，对公司整体毛利率影响小。

表 5　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业销售及相关服务	370.43	99.57	27.30	515.09	99.43	25.29	619.38	99.59	23.45
物业出租	1.62	0.43	83.26	0.30	0.57	70.50	2.57	0.41	66.60
合计	**372.04**	**100.00**	**27.55**	**518.06**	**100.00**	**25.55**	**621.94**	**100.00**	**23.62**

注：数据尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 房地产开发业务

（1）土地储备情况

公司获取土地储备的方式以招拍挂为主，并结合股权收并购等多元化拿地方式；公司土地储备主要分布在一二线城市及热点城市周边三四线城市；综合考虑公司新开工规模，存在一定补库存需求。

从拿地方式来看，跟踪期内，公司仍以招拍挂方式为主，并结合股权收并购、城市更新、产业勾地等多元化拿地方式。公司在一二线热点城市获取土地时多采取与第三方合作的方式获取项目，降低土地投资风险，减少资本支出压力。

从合作商选择来看，公司主要关注其资金实力、品牌影响力、投资理念、战略目标等方面，主要倾向于选择财务稳健、具有区域深耕优势、投资理念契合的龙头房企；或资金雄厚的股权机构投资方，如新加坡政府投资公司、香港恒基地产集团等。从合作方式上来看，经营模式灵活多样，大体来看，与大型房企的合作一般采用共同出资、共用品牌的方式，而与小型房企的合作一般倾向于由合作方提供土地，公司提供资金并使用自有品牌的方式。

2020 年，公司购置的土地主要位于杭州、苏州、无锡、南昌、淮安、青岛、长沙、成都、贵阳、常德等二线城市及热点城市周边三四线地区。截至 2020 年底，公司合并报表范围内拟建项目共 14 个（拟建项目详细情况见附件 3-2），主要分布在长沙、成都、淮安、西安、沈阳等地，一二线城市及热点城市周边三四线城市，拟建项目预计权益投资总额 330.55 亿元，已完成投资额 69.28 亿元，尚需投资 261.27 亿元，其中 2021 年预计权益投资额为 113.06 亿元。从未开发土地规模来看，公司全口径拟建项目的可供销售面积 716 万平方米，相较公司近年来新开工规模，存在一定补库存需求。

（2）项目开发建设

2020年，公司新开工面积保持较高水平，竣工面积有所增长；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，综合来看，公司未来或将面临一定的资金支出压力。

从开发建设进度情况来看，2020 年，公司新开工面积和竣工面积均有所增长，公司保持了较快的拿地节奏和周转效率。

表 6　公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	1559.39	1320.07	1423.78
竣工面积	567.05	591.83	738.45

注：以上开发数据为全口径数据
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司合并报表范围内在建项目共 109 个（在建项目详细情况见附件 3-1），主要分布在长三角地区的上海、合肥、杭州和苏州等地；环渤海地区的北京、青岛、天津和沈阳等地；中西部地区的长沙、重庆、武汉、成都和贵阳等地；以及华南地区的福州等地。截至 2020 年底，在建项目预计权益投资总额为 1794.16 亿元，已完成投资额 901.90 亿元，尚需投资 892.26 亿元，其中 2021 年预计权益投资额为 347.64 亿

元。

综合考虑公司在建及拟建项目建设投资以及新增土地储备的投资需求，预计未来公司将面临一定的资金支出压力。

（3）项目销售情况

公司项目主要位于长三角等经济情况良好的一二线城市及热点城市周边三四线城市，区位布局良好，但部分城市易受到政策调控影响。2020年，公司签约销售面积和销售金额均呈增长态势，但受销售区域占比差异影响，当期销售均价有所下滑，部分项目及车位或面临一定去化压力。

公司开发区域主要集中在长三角、环渤海等热点地区，同时不断加大中西部地区和华南地区的布局，全国化布局不断均衡。2020 年，公司签约销售面积和签约销售金额均有所增加，为未来结转收入提供较好的支撑。2020 年，由于公司在销售均价较高的长三角地区项目签约销售规模占比有所下降，而销售均价较低的中西部及其他地区项目签约销售规模占比有所升高，导致当期销售均价有所下滑。此外，公司部分项目及车位竣工尚未完成销售，或存在一定去化压力。

表 7　2018－2020 年公司房地产销售及结转情况
（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积	915.78	1172.69	1469.08
签约销售金额	1469.99	1912.20	2202.92
签约销售均价	16052.00	16305.96	14995.00
结转收入	340.10	477.81	577.70

注：签约销售数据为全口径数据，结转收入为并表口径数据

从销售区域分布来看，2020 年，公司房地产签约销售地区主要来源于杭州、北京、合肥、温州、重庆、天津和武汉等城市，销售集中度不高。

表 8　2020 年公司房地产项目主要城市销售金额和占比情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

城市	2020 年签约销售金额	占比
杭州	191.29	8.68
北京	135.16	6.14
合肥	134.10	6.09
温州	125.79	5.71
重庆	107.82	4.89
天津	91.13	4.14
武汉	90.86	4.12
长沙	85.52	3.88
青岛	75.96	3.45
上海	73.97	3.36
济南	70.28	3.19
佛山	47.84	2.17
常州	46.21	2.10
成都	45.93	2.08
南京	44.15	2.00
其他城市	836.93	37.99
合计	**2202.92**	**100.00**

资料来源：公司提供

从公司在售的项目和库存来看，截至 2020 年底，公司合并报表范围内，在建项目剩余尚未销售面积（不含车位）为 1027.70 万平方米，拟建项目剩余尚未销售面积（不含车位）为 307.93 万平方米，相较公司近年销售进度，储备规模一般，存在一定补库存需求。从区位来看，可售项目主要位于上海、合肥、杭州、苏州等经济情况良好的一二线城市及热点城市周边三四线城市。综合来看，公司可售项目布局良好，但部分城市易受到政策调控影响。

3. 其他业务

公司物业出租业务稳步发展，为公司收入提供良好补充。

除房地产开发业务外，公司尚有部分物业出租收入。物业出租主要系其出租自持商铺及办公楼收取的租金，2020 年公司物业出租板块收入 2.57 亿元，受新冠肺炎疫情的影响，收入规模小幅下降，但对公司整体收入规模影响小。截至 2020 年底，公司持有的经营性物业账面价值 116.53 亿元，已开业商业项目 16 个，主要分布在上海、嘉兴、长沙、沈阳、成都、合肥、厦门、北京、西安等城市。未来公司将加大商业项目投资开发力度，通过商业项目和住宅开发“双轮驱动”的模式，促进公司获取一二线优质且价

格合理的房地产项目，并打造精品商业项目。

4. 经营效率

2020 年，公司相关资产周转率指标略有下滑。公司预收款项规模较大，未来随着营业收入和营业成本结转，预计相关指标将得以改善。

2020 年，公司存货周转次数同比变化不大，总资产周转次数小幅下降，公司经营效率略有下降。

从同行业上市公司比较情况看，公司相关指标表现较好，具体数据如表 12 所示。

表 9 房地产开发类上市公司经营效率指标对比情况

（单位：次）

公司名称	数据期	存货周转率	总资产周转率
碧桂园控股有限公司	2020 年	0.37	0.24
金辉集团股份有限公司	2020 年	0.25	0.21
中海企业发展集团有限公司	2020 年	0.32	0.25
公司	**2019 年**	0.37	0.23
	2020 年	0.37	0.21

注：本表对比公司的数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

5. 未来发展

公司围绕主业提出发展计划，发展战略明确，有利于旭辉集团未来发展。

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）优化土地储备结构，增强盈利能力及保持优质的成长性

公司计划有策略地提高其在具备需求支持的一二线城市的土地储备比例。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，着重关注有政府支持政策、庞大基金投资及新产业发展政策的机会城市，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，改善资产周转率

公司计划加强项目的标准化开发过程，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；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，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）拟通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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2020 年，公司合并财务报表范围新增加 53 家子公司，减少 17 家子公司。上述子公司主要为项目公司，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 2020 年底，公司合并资产总额 3237.89 亿元，所有者权益 788.55 亿元（含少数股东权益 352.86 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 621.94 亿元，利润总额 123.41 亿元。

2. 资产质量

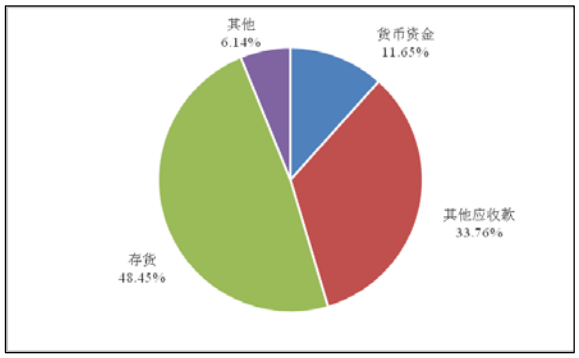
跟踪期内，随着开发规模持续扩大，公司资产规模快速增长；货币资金充裕，房地产开发项目主要分布在一二线及热点城市周边三四线城市为主，受限资产比率相对偏高，资产质量尚可；公司长期股权投资和关联方往来款占比高，主要用于合作开发项目，合作开发项目资产占比较高。

截至2020年底，公司合并资产总额3237.89亿元，较上年底增长20.70%，主要系随着自有及合联营地产项目规模持续增加，带动其他应收款、存货及长期股权投资规模增加所致。其中，流动资产占86.08%，非流动资产占13.92%。公司资产以流动资产为主，符合房地产行业特点。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产2787.32亿元，较上年底增长15.23%，主要系其他应收款和存货增加所致，公司流动资产构成如下。

图2 截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司货币资金324.79亿元，较上年底下降22.70%，主要系公司拿地及项目开发资金需求持续增长，净融资规模有所收缩所致。从构成来看，货币资金主要由银行存款（占比99.21%）构成，银行存款中有114.94亿元为销售监控专户的预收售楼款；其他货币资金2.57亿元为受限资金，包含未结按揭贷款余额保证金和工程及其他保证金。

截至2020年底，公司其他应收款940.98亿元，较上年底增长51.90%，主要系随着合作项目逐渐增多，公司向合营和联营企业提供的开发建设资金持续增加所致。从款项性质来看，其他应收款主要包括关联方往来款（占59.22%）、少数股东往来款（占22.18%）和合作方往来款（占14.50%）。

表10 截至2020年底公司其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄	占比	坏账准备
广州昌哲商务咨询有限公司	合营公司往来款	29.40	1年以内	3.12	--
青岛银盛泰集团有限公司	少数股东往来款	27.66	1年以内	2.94	--
上海友迅投资管理有限公司	合作方往来款	24.02	1年以内	2.55	--
无锡兴鸿益置业有限公司	联营公司往来款	20.52	1年以内	2.18	--
长春和羽房地产开发有限公司	合营公司往来款	18.20	1年以内	1.93	--
合计	--	**119.80**	--	**12.73**	--

资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司存货1350.49亿元，较上年底增长11.71%。从构成来看，存货主要由在建开发产品（占91.96%）构成，未计提存货跌价准备。公司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。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产450.57亿元，较上年底增长70.98%，主要系长期股权投资大幅增加所致。从构成来看，公司非流动资产主要由长期股权投资（占65.68%）和投资性房地产（占29.73%）构成。

截至2020年底，公司长期股权投资295.94亿元，较上年底增长82.76%，主要系新增及追加合联营公司投资133.73亿元所致，投资金额较大的项目包括苏州兴格置业有限公司（新增投资金额9.05亿元）、杭州绿旭企业管理有限公司（新增投资金额19.60亿元）、绍兴金翎置业有限公司（新增投资金额15.49亿元）、苏州旭融商务咨询有限公司（新增投资金额11.07亿元）和贵州金科金辰房地产开发有限公司（新增投资金额8.58亿元）。

公司对投资性房地产后续计量采用公允价值计量模式。截至 2020 年底，公司投资性房地产 133.97 亿元，较上年底增长 58.72%，主要系 2020 年公司通过收购的方式取得新增投资性房地产 28.62 亿元所致。公司投资性房地产公允价值由第一太平戴维斯出具评估报告，平均增值率为 62.52%。旭辉集团投资性房地产主要位于上海、北京、厦门、嘉兴、成都、长沙、西安和沈阳等经济良好城市。

表 11　截至 2020 年底前五大物业增值情况

（单位：万元、%）

项　目	入账成本	评估值	增值率
浙江旭辉置业有限公司	74100.00	306500.00	313.63
S2 上海信继晨叙商务服务有限公司&S3 上海信丝晨悉商务咨询有限公司	249700.00	282100.00	12.98
上海海际房地产有限公司	84600.00	188965.00	123.36
上海旭亭置业有限公司	139400.00	119000.00	-14.63
西安地联置业有限责任公司	42705.00	73110.00	71.20
合　计	**590505.00**	**969675.00**	**64.12**

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司使用权受到限制的资产合计 981.68 亿元，占公司资产总额的 30.32%，受限比例相对偏高，如下表所示。

表 12　截至 2020 年底公司使用权受到限制的资产情况

（单位：亿元）

项　目	受限规模	受限原因
货币资金	2.57	保证金
存货	911.51	借款抵押
投资性房地产	67.40	借款抵押
固定资产	0.21	借款抵押
合计	**981.68**	--

注：公司货币资金受限规模未包含房屋预售监管资金
资料来源：公司审计报告

3.　资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益快速增长，资本实力进一步增强；但所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益 788.55 亿元，较上年底增长 23.89%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 55.25%，少数股东权益占比为 44.75%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 8.03%、8.92%、1.26%、3.92%和 77.86%。所有者权益结构稳定性弱。

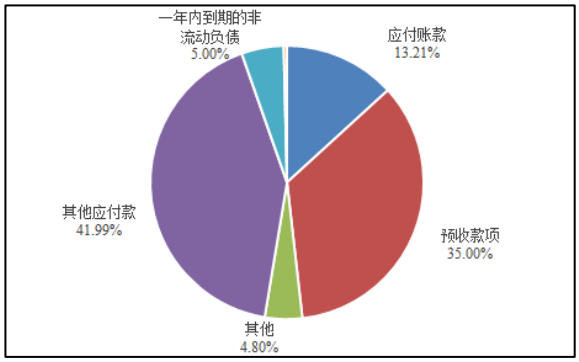
（2）负债

跟踪期内，公司负债规模快速增长，负债结构仍以流动负债为主；受经营规模持续扩大影响，公司有息债务规模有所增长，以长期债务构成为主。受益于合作开发项目增多带动所有者权益快速增长，债务负担指标有所优化。

截至 2020 年底，公司负债总额 2449.34 亿元，较上年底增长 19.71%，主要系经营性流动负债增加所致。其中，流动负债占 81.31%，非流动负债占 18.69%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债 1991.47 亿元，较上年底增长 27.16%，主要系预收款项和其他应付款增加所致，公司流动负债构成如下图所示。

图 3 截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司应付账款 263.01 亿元，较上年底增长 72.16%，主要系根据工程进度确认的应付账款增加所致。

截至 2020 年底，公司预收款项 697.10 亿元，较上年底增长 37.10%，主要系预收售楼款增加所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款 836.21 亿元，较上年底增长 15.62%，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。从构成来看，主要包括关联方往来款（占 57.78%）、合作方往来款（占 23.14%）和少数股东往来款（占 11.09%）。

截至 2020 年底，公司非流动负债 457.86 亿元，较上年底下降 4.58%。从构成来看，公司非流动负债主要由长期借款（占 77.98%）和应付债券（占 18.44%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 357.02 亿元，较上年底下降 3.30%。从构成来看，主要为抵押和保证借款[3]（占 63.18%）。

截至 2020 年底，公司应付债券 84.43 亿元，较上年底下降 4.44%。

有息债务方面，截至 2020 年底公司全部债务 549.91 亿元，较上年底增长 0.09%，基本保持稳定。债务结构方面，短期债务占 19.72%，长期债务占 80.28%，债务结构合理。从债务指标看，2020 年，受益于合作开发项目增多带动所有者权益快速增长，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均呈下降态势，分别为 75.65%、41.09%和 35.89%，较上年底分别下降 0.63 个百分点、5.24 个百分点和 5.93 个百分点。

表 13　截至 2020 年底公司有息债务期限分布情况

（单位：亿元）

期限	应付票据	应付债券	短期借款	长期借款	一年内到期的非流动负债	有息负债合计
1 年以内	1.30	--	5.55	--	99.61	**106.46**
1~3 年	--	--	--	353.22		**353.22**
3 年以上	--	84.43	--	3.81	--	**88.24**
合计	**1.30**	**84.43**	**5.55**	**357.02**	**99.61**	**547.92**

注：上述数据未包含计入有息债务的其他应付款金额，数据存在尾差主要系四舍五入所致
资料来源：公司提供

4.　盈利能力

2020年，随着经营规模的持续扩大，公司收入和利润规模均有所增长；投资收益对公司营业利润贡献程度较高；盈利指标有所下滑，但整体盈利能力仍较强。

2020 年，公司实现营业收入 621.94 亿元，同比增长 20.05%，主要系公司房地产销售结转收入增长所致。同期，公司营业成本持续增长，年均复合增长 32.75%，营业成本增幅大于营业收入增幅，主要系房地产销售毛利率下降所致。2020 年，公司利润总额 123.41 亿元，同比增长 11.58%，主要系毛利增加所致。

期间费用方面，2020 年公司费用总额为 42.03 亿元，同比增长 2.84%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 50.32%、51.27%和-1.59%，由于利息收入大于利息费用，当期财务费用为负。其中，销售费用为 21.15 亿元，同比增长 31.38%，主要系签约销售额的增长带动销售费用相应增长；管理费用为 21.55 亿元，同比下降 6.97%，管理费用支出有所下降；财务费用为-0.67 亿元，计入财务费用的利息支出金额为 3.56 亿元，同比基本持平。总体看，公司期间费用控制良好。

2020 年，公司投资收益 31.44 亿元，同比下降 31.31%，主要系合作项目产生的收益受开发及销售进度下降影响所致。同期，公允价值变动收益 2.86 亿元，规模较小。

从盈利指标来看，2020 年公司营业利润率分别为 21.12%，小幅增长；总资本收益率分别为 7.57%，净资产收益率 12.40%，均小幅下降。

5.　现金流分析

2020 年，公司销售规模持续扩大带动经营活动现金流入快速增长，经营净现金流由负转正；受拿地投资、开发建设投入以及对合联营项目的持续投入带动资金需求增加的影响，投资活动现金净流出规模大幅增加，公司对外部融资依赖程度高。

表 14　公司现金流量情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	558.00	791.44	1044.39
经营活动现金流出小计	532.45	838.23	931.69
经营现金流量净额	**25.55**	**-46.79**	**112.70**
投资活动现金流入小计	114.85	223.22	223.50

[3] 抵押和保证借款系由公司房地产项目的土地使用权及开发的存货作抵押，并由公司及其子公司提供担保。

投资活动现金流出小计	330.60	406.70	594.47
投资活动现金流量净额	**-215.75**	**-183.48**	**-370.97**
筹资活动前现金流量净额	**-190.20**	**-230.27**	**-258.27**
筹资活动现金流入小计	636.45	840.39	810.22
筹资活动现金流出小计	385.85	459.72	648.98
筹资活动现金流量净额	**250.60**	**380.66**	**161.24**

资料来源：公司审计报告

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入在签约销售额持续增长的带动下快速增长，同比增长 31.96%；同期，公司经营活动现金流出同比增长 11.15%，主要由于拿地投资及开发建设投入的增加所致。受以上因素综合影响，2020 年公司经营活动现金净额为 112.70 亿元，由负转正。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入与上年持平，投资活动现金流出同比增长 46.17%，主要系对合联营公司资本金支出。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -258.27 亿元，公司对外部融资依赖程度高。

从筹资活动来看，2020 年公司筹资活动现金流入同比下降 3.59%；同期，公司筹资活动现金流出同比增长 41.17%；2020 年，公司筹资活动现金净额为 161.24 亿元，净融资规模大幅下降。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司整体偿债能力指标较强，综合考虑到融资渠道畅通、销售情况良好等因素，公司整体偿债能力极强。

表 15 公司偿债能力情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标			
流动比率（%）	149.73	154.45	139.96
速动比率（%）	73.69	77.26	72.15
公司经营现金流动负债比率（%）	2.20	-2.99	5.66
现金短期债务比（倍）	3.48	4.62	3.03
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数（倍）	2.51	2.21	3.46
全部债务/EBITDA（倍）	4.66	4.82	4.32

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，但仍保持较好的保障程度。2020 年，公司经营现金流动负债比率为 5.66%，经营现金流量净额对流动负债的保障显著改善。截至 2020 年底，公司现金短期债务比为 3.03 倍，同比有所下降，但现金类资产对短期债务的保障程度强。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2020 年公司 EBITDA 为 127.37 亿元，同比增长 11.29%。同期，公司 EBITDA 利息倍数为 3.46 倍，全部债务/EBITDA 为 4.32 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高，对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2020 年底，公司获得银行授信总额为 2128.65 亿元，尚未使用的银行授信额度 1541.25 亿元，公司融资渠道畅通。

截至 2020 年底，公司对商品房承购人提供抵押借款担保金额为 218.99 亿元，其余对外担保金额为 146.85 亿元，占公司净资产规模的 18.62%，主要为对合联营开发项目公司的担保，对外担保规模偏大。

截至 2020 年底，公司无超过 1000.00 万元且达到净资产 10%以上的重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要为其他应收款，利润主要来源于对子公司的股权投资，业务主要由下属子公司运营，母公司承担一定融资职责。

截至 2020 年底，母公司资产总额 1299.34 亿元，较上年底增长 79.83%，主要系其他应收款增加所致。其中，流动资产 1187.37 亿元（占 91.38%），非流动资产 111.97 亿元（占 8.62%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 98.63%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 98.40%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 13.43 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 1144.64 亿元，较上年底增长 96.18%，主要系其他应付款增加所致。其中，流动负债 1085.11 亿元（占

比 94.80%），非流动负债 59.53 亿元（占比 5.20%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 92.80%）构成，非流动负债全部为应付债券。母公司 2020 年资产负债率为 88.09%，较 2019 年提高 7.34 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 135.98 亿元。其中，短期债务占 56.22%、长期债务占 43.78%。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 46.78%，债务负担适中，但由于母公司不负责具体经营业务，偿债资金仍主要来源于下属子公司。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 154.69 亿元，较上年底增长 11.25%。在所有者权益中，实收资本为 35.00 亿元（占 22.63%）、资本公积合计 40.00 亿元（占 25.86%）、未分配利润合计 71.47 亿元（占 46.20%）、盈余公积合计 8.23 亿元（占 5.32%），所有者权益稳定性一般。

损益方面，2020 年母公司营业收入为 1.51 亿元，利润总额为 15.51 亿元，同比有所下降。同期，母公司投资收益为 21.90 亿元。母公司利润主要来源于投资收益。

现金流方面，2020 年母公司经营活动现金流净额为-33.35 亿元，由正转负；投资活动现金流净额 9.73 亿元；筹资活动现金流净额-24.97 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司存续债券的短期偿债压力一般。综合以下分析，公司对“18旭辉05”的偿还能力极强。

截至2020年底，公司存续债券余额共109.93亿元。其中一年内到期的应付债券为“16旭辉03”和“16旭辉02”，一年内可回售债券为“18旭辉05”，本年度剩余应到期债券余额共计48.75亿元，达到存续债券待偿本金峰值。公司对存续债券保障情况如下表：

表 16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
本年度剩余应到期债券余额	48.75
未来待偿债券本金峰值	48.75
现金类资产/一年内到期债券余额	6.69
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	21.42
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.31
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.61

注：1. 现金类资产使用截至 2020 年底数据，已剔除受限资金；2. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

从资产情况来看，截至2020年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）326.08亿元，为本年度剩余应到期债券余额的6.69倍，公司现金类资产对一年内到期债券余额的覆盖程度高。

从盈利情况来看，2020年，公司EBITDA为127.37亿元，为公司未来待偿债务本金峰值的2.16倍，公司EBITDA对公司未来待偿债券本金峰值的覆盖程度高。

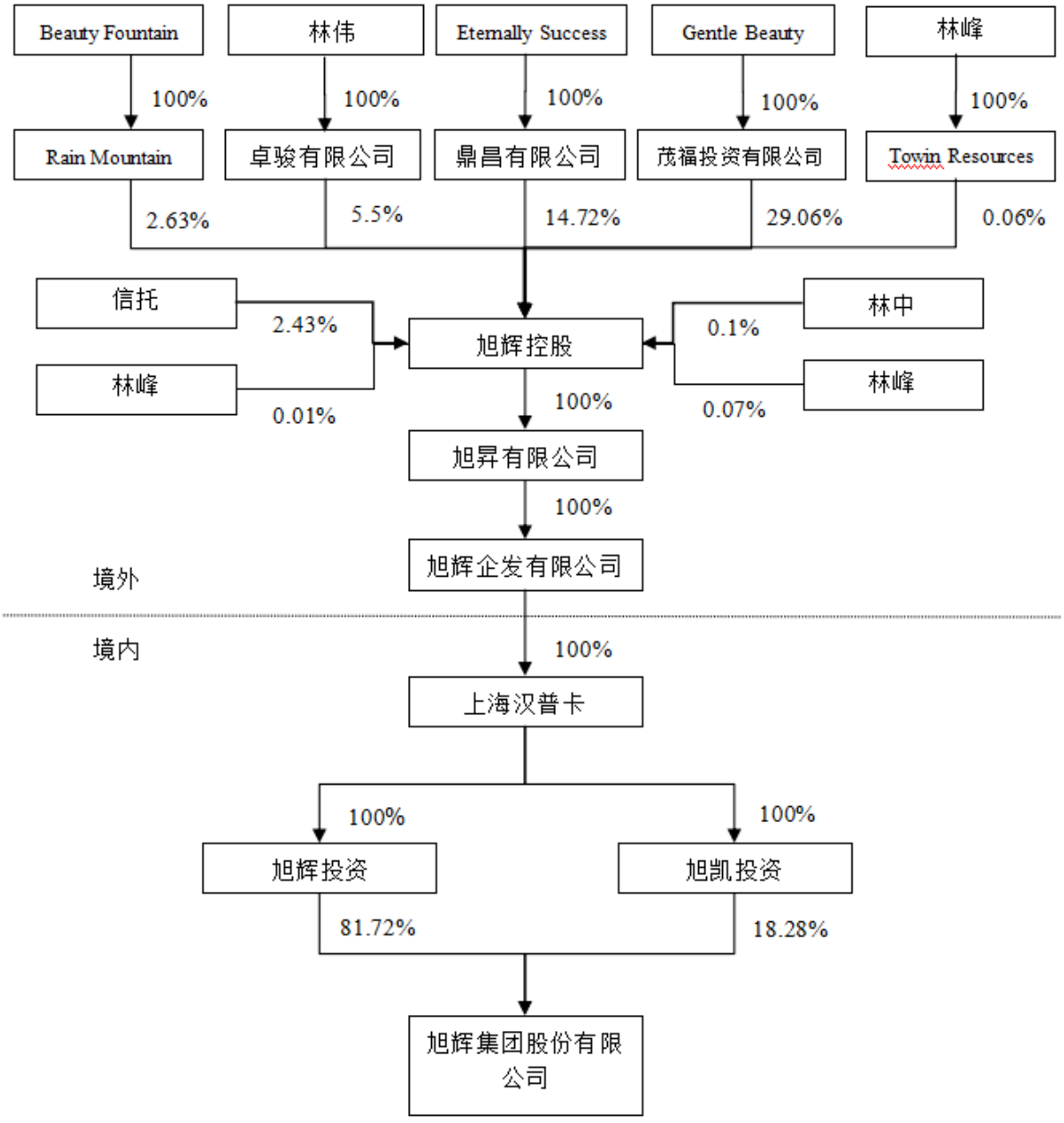
从现金流情况来看，2020年，公司经营活动产生的现金流入1044.39亿元，经营活动现金流量净额112.70亿元，分别为公司未来待偿债务本金峰值的21.42倍和2.31倍，对公司未来待偿债券本金峰值的覆盖程度高。

总体看，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力强。

十一、结论

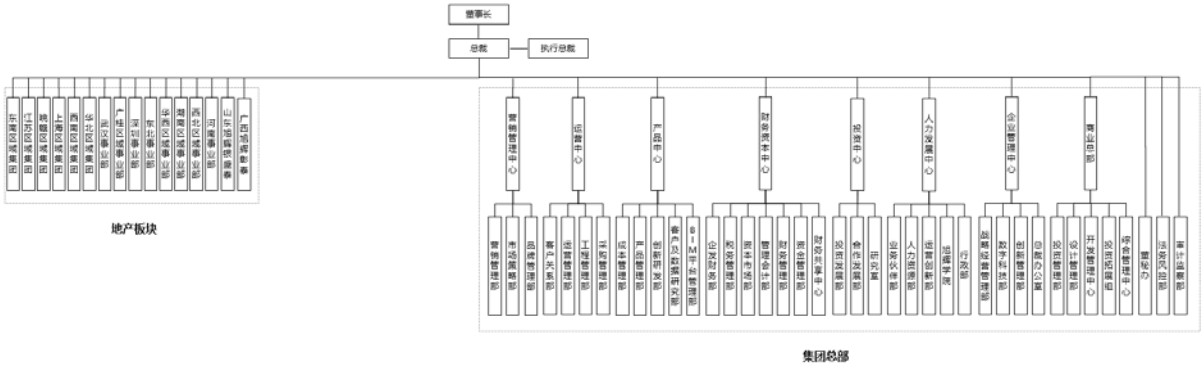
综合评估，联合资信确定维持旭辉集团股份有限公司的主体长期信用等级为AAA，维持“18旭辉05”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底旭辉集团股份有限公司股权结构图



注：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 则为林中先生和林峰先生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，林中先生和林峰先生被视为实益拥有 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，林中先生、林伟先生及林峰先生被视为实益拥有 Gentle Beauty 间接持有的公司股份。信托之受益人包括林伟先生未满 18 岁的子女，因此，根据香港《证券与期货条例》的规定，林伟先生被视为于该等 200000000 股（2.46%）股份中拥有权益。林峰先生根据 2012 年购股权计划及 2016 年购股权计划获授权可认购 0.01%股份的购股权。
资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底旭辉集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底旭辉集团股份有限公司主要子公司情况

序号	子公司名称	注册地	注册资本（万元）	业务性质	持股比例	
					直接持股（%）	间接持股（%）
1	杭州展骧实业有限公司	杭州	50000	房地产业	--	50.00
2	青岛银盛泰嘉博房地产有限公司	青岛	2000	房地产业	--	49.50
3	武汉鸿源锦置业有限公司	武汉	19083	房地产业	--	49.50
4	江阴昌锋置业有限公司	江阴	161000	房地产业	--	71.77
5	武汉盛全置业有限公司	武汉	10000	房地产业	--	51.00
6	合肥旭辉企业管理有限公司	合肥	50100	商业服务业	99.30	--
7	杭州昌赫置业有限公司	杭州	260000	房地产业	--	68.18
8	杭州旭辉置业有限公司	杭州	500	商业服务业	99.30	--
9	重庆旭辉房地产开发有限公司	重庆	50100	房地产业	99.30	--
10	沈阳旭辉企业管理有限公司	沈阳	5000	商业服务业	99.00	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	274.91	424.72	328.65
资产总额（亿元）	1920.15	2682.49	3237.89
所有者权益（亿元）	390.13	636.49	788.55
短期债务（亿元）	79.01	91.86	108.46
长期债务（亿元）	341.15	457.57	441.45
全部债务（亿元）	420.16	549.43	549.91
营业收入（亿元）	372.04	518.06	621.94
利润总额（亿元）	87.17	110.60	123.41
EBITDA（亿元）	90.14	114.45	127.37
经营性净现金流（亿元）	25.55	-46.79	112.70
财务指标			
销售债权周转次数（次）	64.22	35.97	27.79
存货周转次数（次）	0.43	0.37	0.37
总资产周转次数（次）	0.25	0.23	0.21
现金收入比（%）	131.85	123.73	144.98
营业利润率（%）	20.64	20.73	21.12
总资本收益率（%）	9.28	7.88	7.57
净资产收益率（%）	18.57	14.14	12.40
长期债务资本化比率（%）	46.65	41.82	35.89
全部债务资本化比率（%）	51.85	46.33	41.09
资产负债率（%）	79.68	76.27	75.65
流动比率（%）	149.73	154.45	139.96
速动比率（%）	73.69	77.26	72.15
经营现金流动负债比（%）	2.20	-2.99	5.66
现金短期债务比（倍）	3.48	4.62	3.03
EBITDA 利息倍数（倍）	2.50	2.21	3.46
全部债务/EBITDA（倍）	4.66	4.82	4.32

注：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

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	49.31	62.02	13.43
资产总额（亿元）	822.51	722.53	1299.34
所有者权益（亿元）	69.56	139.06	154.69
短期债务（亿元）	48.95	42.98	76.45
长期债务（亿元）	84.72	94.59	59.53
全部债务（亿元）	133.68	137.58	135.98
营业收入（亿元）	0.79	2.20	1.51
利润总额（亿元）	11.38	30.40	15.51
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-58.39	10.68	-33.35
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	*	*
存货周转次数（次）	0.00	0.20	0.00
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	129.50	122.86	134.40
营业利润率（%）	96.32	93.92	98.51
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	15.54	21.40	10.13
长期债务资本化比率（%）	54.91	40.49	27.79
全部债务资本化比率（%）	65.77	49.73	46.78
资产负债率（%）	91.54	80.75	88.09
流动比率（%）	109.12	129.72	109.42
速动比率（%）	109.04	129.62	109.38
经营现金流动负债比（%）	-8.74	2.18	-3.07
现金短期债务比（倍）	1.01	1.44	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：*表示数据过大或过小，不具备比较意义；/表示数据无法获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3-1 截至 2020 年底公司在建项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	城市	业态	剩余尚未销售面积	开工时间	预计权益总投资额	截至 2020 年底权益已投资额	预计 2021 年权益投资额
闵行区浦江镇浦江拓展大型居住小区 39-01 项目	上海	住宅	9887.00	2020/4/3	8.93	5.60	2.00
嘉定区安亭镇 03-01A 项目	上海	住宅	34605.00	2020/5/14	8.67	5.81	2.04
肥西县 2018-26 号项目	合肥	住宅	30507.00	2019/10/28	33.40	25.60	7.53
肥西县 2018-26 号项目	合肥	投资物业	77726.00	2020/8/10	8.24	2.04	4.20
肥西县 2019-18 号项目	合肥	住宅	198566.00	2020/4/23	35.18	21.48	7.52
新站区 XZQTD238 号项目	合肥	住宅	8657.00	2019/4/25	6.80	5.17	0.95
滨湖区 2019-12 号项目	合肥	住宅	5351.00	2019/9/11	15.00	10.4	3.00
萧山区浦阳镇中心项目	杭州	住宅	118649.00	2020/4/30	16.00	7.63	3.91
萧山区新塘单元 D-83-1/D-83-2 项目	杭州	住宅	153668.00	2020/4/30	19.72	12.00	2.00
萧山区蜀山单元曾家桥项目(一期)	杭州	住宅	1297.00	2018/12/27	20.00	14.00	3.00
萧山区蜀山单元曾家桥项目(二期)	杭州	住宅	16440.00	2019/8/28	17.00	12.00	2.00
临安区青山湖科技城轻轨项目（二期）	杭州	住宅/商业	36619.00	2018/10/31	17.50	15.44	2.06
临安区经济开发区中部项目	杭州	住宅	1209.00	2020/5/13	18.00	11.12	1.92
太仓高新区科教新城 2020-WG-1-1 项目	苏州	住宅	100921.00	2020/6/25	25.20	12.65	4.15
太仓熹阅雅苑	苏州	住宅	96502.00	2019/10/29	23.96	12.78	3.94
吴中区西山项目	苏州	住宅	31563.00	2017/10/11	12.50	9.97	1.20
吴江区运东东太湖大道北项目	苏州	住宅	164933.00	2020/9/8	17.50	10.40	4.00
经开区 DAGJ2020004 号项目	南昌	住宅/投资物业	394502.00	2020/8/26	57.00	28.00	19.00
鄞州区瞻岐镇 ZQ01-02-h2a、ZQ01-02-h4 项目	宁波	住宅	0.00	2019/8/20	10.95	7.00	2.00
鹿宸印	温州	住宅	63563.00	2019/9/10	12.20	9.04	2.07
瓯江口新区半岛起步区 A-02 项目	温州	住宅	67177.00	2020/9/1	13.40	4.00	5.00
瓯江国际新城(瓯江口新区 C-11FH 项目)（五期）	温州	住宅	0.00	2018/8/22	4.64	3.14	0.69
滨江商务区桃花岛 T05-14 项目	温州	住宅	54952.00	2019/11/1	10.69	6.48	1.81
江阴县城西大卖场 C6-C7 项目	无锡	住宅	114847.00	2020/1/17	32.97	18.92	6.59
经开区华庄中学项目	无锡	住宅	139909.00	2020/10/21	21.23	13.72	3.81
澄江府（三期）	无锡	住宅	0.00	2019/10/10	33.85	25.54	4.16
滨湖区新八路项目	无锡	住宅	127000.00	2020/11/10	27.98	17.46	10.42
句容市 2019-J1-1-01 至 06 项目	句容	住宅	470789.00	2020/3/4	61.49	27.20	3.76
经开区名桂坊西项目	常州	住宅	787.00	2019/9/19	10.01	7.29	1.18
经开区蔚蓝天地西项目	常州	住宅	61417.00	2019/8/27	23.38	14.30	4.78
铂悦天宁(天宁区常高技南项目)（二期）	常州	住宅	5497.00	2018/12/5	32.22	23.53	3.94
江东街道青口项目	义乌	住宅/商业	141152.00	2020/4/23	12.79	6.75	0.83
椒江区下陈项目	台州	住宅	65356.00	2019/11/1	20.00	13.00	-
柏悦溪湖	舟山	住宅	27790.00	2019/10/24	7.00	5.00	1.00
尚海荟项目	江阴	住宅	0.00	2019/11/7	6.59	4.62	1.35
大兴黄村三合庄 F1 项目	北京	住宅	25032.00	2019/8/14	20.30	14.79	3.28
丰台区庄维 B10 项目	北京	办公楼/商业	23034.00	2020/7/9	9.68	7.80	1.00
西海岸新区小珠山项目	青岛	住宅	70701.00	2020/2/7	15.70	2.82	2.09
即墨区枣杭安置项目	青岛	住宅	138329.00	2020/7/31	9.38	5.08	3.20
即墨区枣杭开发项目	青岛	住宅	134787.00	2020/6/22	25.48	13.26	6.00

黄岛区长安路项目	青岛	住宅	98318.00	2020/7/14	12.40	2.92	2.50
黄岛区长安路项目 A2 项目	青岛	住宅	117855.00	2020/10/26	10.30	1.91	2.50
黄岛区博观星海三期项目	青岛	住宅	0.00	2019/9/27	6.20	3.09	2.41
铂悦灵犀湾	青岛	住宅/商业	228867.00	2019/7/17	14.46	6.23	3.00
胶州市北三 50 亩项目	青岛	住宅	52048.00	2019/10/12	5.50	1.80	1.00
锦悦都(胶州市太湖路项目)（二期）	青岛	住宅/商业	88723.00	2019/4/22	10.30	6.93	1.25
宁河区粮库项目	天津	住宅	727.00	2019/7/16	2.80	2.02	0.71
滨海新区中新生态城旅游区项目	天津	住宅	1016.00	2019/5/22	2.73	1.59	0.44
滨海新区塘沽湾项目二期	天津	住宅	6365.00	2019/5/29	4.04	1.65	0.44
大东区东望街项目	沈阳	住宅	14752.00	2019/6/25	3.22	0.91	0.45
大东区榆林安置房 1 项目	沈阳	住宅	77763.00	2020/2/6	8.05	0.48	1.98
大东区榆林安置房 2 项目	沈阳	住宅	46560.00	2020/1/10	7.35	0.94	1.64
旭辉铂宸府（二期）	沈阳	住宅	29124.00	2019/8/2	11.60	2.89	3.78
旭辉铂宸府（二期）	沈阳	投资物业	50922.00	2019/8/2	6.40	0.59	1.78
璟宸府(二期)	沈阳	住宅/商业	10305.00	2018/5/31	12.05	5.89	1.88
中睿府二期	石家庄	住宅/商业	22247.00	2018/6/21	2.43	2.07	0.36
桥西区第一职中项目	石家庄	住宅	6946.00	2020/4/15	1.79	1.10	0.52
博观山悦	济南	住宅	7179.00	2017/11/14	2.90	1.47	0.61
瑞公馆	济南	住宅	3237.00	2019/1/30	11.04	9.42	1.41
金普区小窑湾 C 区项目二期	大连	住宅	53254.00	2020/3/26	4.80	0.75	1.34
罗庄区化武路项目	临沂	住宅/商业	817.00	2019/5/15	10.15	6.30	2.50
开发区 A10 项目	烟台	住宅/商业	105879.00	2020/6/10	7.38	4.65	0.50
高新区 G17 项目	潍坊	住宅	106956.00	2020/8/20	8.50	3.35	1.17
任城区 E1 项目	济宁	住宅/商业	41369.00	2020/2/28	3.14	1.31	0.60
任城区 E2 项目	济宁	住宅/商业	15300.00	2020/1/23	2.14	1.07	0.35
辉盛鑫苑	淄博	住宅	41.00	2019/9/12	2.97	2.55	0.15
恒基旭辉湖山赋(三期)	长沙	住宅	127780.00	2020/9/21	5.31	5.31	-
恒基旭辉湖山赋(五期)	长沙	住宅	86619.00	2019/10/22	8.10	8.10	-
恒基旭辉湖山赋(四期)	长沙	住宅	28030.00	2020/6/21	6.22	6.22	-
岳麓区 037 号项目	长沙	住宅/商业	0.00	2019/11/22	11.07	5.45	3.90
巴南区鱼洞云篆山 P07-03-01 项目	重庆	住宅	81231.00	2020/9/30	3.28	1.29	1.19
江山青林半（三期、五至七期）	重庆	住宅/商业	0.00	2018/11/29	26.43	11.48	7.48
江山云出（二期及四至七期）	重庆	住宅	256281.00	2019/1/29	20.40	11.27	1.89
沙坪坝区 F-2/03 项目	重庆	住宅/商业	2019.00	2020/8/17	0.80	0.39	0.29
旭辉星空二期	武汉	办公楼/商业	59877.00	2019/6/3	5.18	3.23	0.96
江山境/都山会(洪山区青菱村 K1-2-4 项目)	武汉	住宅/商业	542523.00	2019/12/25	59.93	25.15	16.97
洪山区青菱村 K3 项目二至四期	武汉	住宅/商业	173164.00	2018/12/5	30.93	12.91	10.00
汉阳区汉桥村项目 B 包二、三、四期	武汉	住宅/商业	354158.00	2020/5/28	28.00	5.00	10.00
汉阳区曙光村项目	武汉	住宅	407902.00	2019/10/12	99.96	44.82	12.35
金牛区韦家碾 102 亩项目(二期)	成都	住宅	37.00	2019/5/15	11.18	8.28	1.82
新都区 123 亩项目	成都	住宅	97957.00	2020/2/28	11.22	3.77	2.21
新都区 123 亩项目	成都	投资物业	86000.00	2020/7/9	18.36	6.17	3.62
简阳市石桥镇 47 亩项目	成都	住宅	78000.00	2020/11/20	3.52	1.46	0.92
简阳市河东新区 77 亩项目	成都	住宅	142983.00	2019/8/27	16.61	9.32	2.15
白云区青龙大道项目	贵阳	住宅	199800.00	2020/12/7	18.00	7.00	5.00

乌当区北衙路项目	贵阳	住宅	528531.00	2020/9/4	43.20	10.92	10.44
清镇市 022 项目	贵阳	住宅	38663.00	2020/4/15	3.30	1.63	1.30
清镇市 022 项目	贵阳	办公楼/商业	11829.00	2020/4/15	1.20	1.20	-
清镇市 QZ-19-023 号项目	贵阳	住宅/商业	116100.00	2020/3/18	10.92	3.81	3.01
观云（二期）	贵阳	办公楼/商业	68375.00	2018/12/12	17.00	10.50	6.50
经开区 KCJ2018-5 项目-二期	昆明	住宅	0.00	2019/5/14	8.31	4.70	1.50
未央区浐灞一路项目	西安	住宅	299800.00	2020/6/4	36.06	14.53	7.00
金凤区平伏桥 243 亩项目	银川	住宅	101218.00	2020/4/27	14.78	5.77	4.50
旭辉望岳府	郑州	住宅	73964.00	2019/11/27	10.68	6.35	2.79
巩义市 2019-139 号项目	郑州	住宅	76674.00	2020/3/13	4.88	2.54	0.90
沙依巴克区老满城项目	乌鲁木齐	住宅	65925.00	2020/6/30	13.32	5.67	2.51
武陵区常国储 2020-20 号项目	常德	住宅/商业	542200.00	2020/12/9	38.00	6.02	8.00
开封航空港区南港 2019-A12 至 16 号项目	郑州	住宅	554000.00	2020/1/21	41.04	8.22	3.26
伊滨区 2019-55 号项目	洛阳	住宅	59160.00	2020/6/24	20.76	4.60	1.34
西工区史家屯项目	洛阳	住宅	52701.00	2020/4/27	51.76	9.17	11.09
东坡区 120 亩项目	眉山	住宅	141379.00	2019/11/5	10.10	6.21	2.48
五象综保区银海大道 147 亩项目	南宁	住宅	261141.00	2020/8/13	41.39	17.20	6.12
仓山区金浦旧厂房出让项目	福州	住宅	2826.00	2020/2/20	6.00	4.20	1.80
仓山区奥体 2019-48 号项目	福州	住宅	115203.00	2020/5/18	41.10	25.22	7.60
晋安区后浦村 2020-02 项目	福州	住宅	0.00	2020/8/3	8.50	5.70	1.44
新店项目	福州	住宅	5018.00	2019/10/28	13.20	11.12	2.08
翔安区 12 亩项目	厦门	住宅	0.00	2019/12/4	4.40	3.74	0.66
龙海市角美镇 2019P01 项目	漳州	住宅	7059.00	2019/9/5	9.13	6.79	1.42
龙海市角美镇 2019P02 项目	漳州	住宅	30536.00	2019/11/15	3.50	2.75	0.52

注：表中项目为合并报表范围，剩余未售销售面积未按权益比例折算
资料来源：公司提供

附件 3-2 截至 2020 年底公司拟建项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	城市	业态	剩余尚未销售面积	预计权益总投资额	截至 2020 年底权益已投资额	预计 2021 年权益投资额
临安区天目山项目	杭州	办公楼/商业	49928.00	9.42	0.96	2.43
临安区于潜项目	杭州	办公楼/商业	32873.00	6.00	1.00	-
经济技术开发区经开政务板块 DAGJ2020053 号	南昌	住宅/商业	83260.00	5.89	0.42	3.79
经济开发区安澜路东项目	淮安	住宅/商业	435100.00	44.81	4.52	6.87
苏宿园区通湖大道东项目	宿迁	住宅	120041.00	9.65	3.87	2.14
房山区拱辰街道 0007 号项目	北京	办公楼/商业	26920.00	10.52	6.39	1.14
皇姑区巴山路南项目	沈阳	住宅/商业	128582.00	20.99	2.10	11.62
雨花区 115 号项目	长沙	住宅	486432.00	57.33	29.00	7.59
雨花区新世界 BC 项目	长沙	住宅	313700.00	33.43	14.67	3.13
岳麓区滨江新城裕邦项目	长沙	住宅/商业	424800.00	53.30	-	53.30
新津区新津 TOD 项目	成都	住宅/商业	552600.00	43.68	0.13	14.84
江山阅（二期）	西安	住宅	124181.00	13.41	3.28	1.21
江山阅（三期）	西安	住宅	91092.00	2.48	0.58	-
武陵区城东新区第二批次 3 宗项目	常德	住宅/商业	209800.00	19.65	2.34	5.00
合计			**3079309.00**	**330.55**	**69.28**	**113.06**

注：表中项目为合并报表范围，剩余未售销售面积未按权益比例折算
资料来源：公司提供

附件 4　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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 5-1　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 5-2　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。

附件 5-3　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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。