跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕2404 号

厦门禹洲鸿图地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“19 禹洲 01”和“19 禹洲 02”进行跟踪评级，确定：

厦门禹洲鸿图地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

厦门禹洲鸿图地产开发有限公司公开发行的“19 禹洲 01”和“19 禹洲 02”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年七月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

厦门禹洲鸿图地产开发有限公司
公司债券2020年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
19禹洲01	20.00亿元	5年（2+2+1）	AA+	AA+	2019/6/21
19禹洲02	15.00亿元	5年（3+2）	AA+	AA+	2019/6/21

增信方：禹洲集团控股有限公司

增信方式：全额收购承诺

跟踪评级时间：2020年7月24日

主要财务数据

发行人

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	459.38	661.72	865.85
所有者权益（亿元）	141.90	182.93	233.60
长期债务（亿元）	60.82	137.08	147.82
全部债务（亿元）	117.80	200.01	200.94
营业收入（亿元）	154.18	178.03	128.57
净利润（亿元）	21.42	27.18	21.04
EBITDA（亿元）	29.50	42.55	36.11
经营性净现金流（亿元）	22.10	28.60	27.97
营业利润率（%）	21.67	23.13	24.07
净资产收益率（%）	16.76	16.74	10.10
资产负债率（%）	69.11	72.36	73.02
全部债务资本化比率（%）	45.36	52.23	46.24
流动比率（倍）	1.43	1.70	1.51
EBITDA全部债务比（倍）	0.25	0.21	0.18
EBITDA利息倍数（倍）	3.96	2.87	2.34
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.84	1.22	1.03

增信方

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	799.05	1,150.63	1,464.35
所有者权益（亿元）	174.43	214.30	287.28
营业收入（亿元）	217.01	243.06	232.41
净利润（亿元）	31.27	37.26	39.67
资产负债率（%）	78.17	81.38	80.38

注：1. 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；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 公司长期应付款中有息部分已计入长期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2019年，厦门禹洲鸿图地产开发有限公司（以下简称“公司”）作为香港上市公司禹洲集团控股有限公司（以下简称“禹洲集团”）在境内主要的开发主体，在地产开发经验和品牌知名度等方面仍具有优势。公司土地储备区域布局整体较好，可售项目资源较充足，合同销售规模继续快速增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到区域调控政策或对公司地产销售去化和开发利润带来不利影响，公司面临的资本支出压力和管理压力大，预收款项规模小，少数股东权益占比高，对外担保规模大，现金流较依赖筹资活动等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，公司的收入规模有望提升。

禹洲集团作为公司控股股东，资本实力强，其为公司债券发行提供的全额收购承诺体现出其对公司发展的支持与信心，对公司债券的还本付息有一定积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“19禹洲01”和“19禹洲02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 在地产开发经验和品牌知名度等方面仍具有优势。公司作为禹洲集团在境内重要的经营平台，拥有丰富的地产开发经验和较强的品牌知名度。

2. 土地储备区域布局整体较好，可售项目资源较充足。公司土地储备主要分布于都市圈内一二线城市及卫星城市，土地储备布局整体较好。公司全口径未售项目资源较充足，可满足公司中期发展需求。

3. 合同销售规模继续快速增长。公司合

同销售面积和销售金额均继续快速增长，为后续并表项目收入结转和非并表项目投资收益确认提供一定支撑。

4．禹洲集团就公司债券兑付作出全额收购承诺，仍对公司债券的还本付息有一定积极作用。控股股东禹洲集团为公司债券兑付作出全额收购承诺，体现出其对公司发展的支持与信心；禹洲集团资本实力强，其作出的全额收购承诺仍对公司债券的还本付息有一定积极作用。

关注

1．区域调控政策或对公司地产销售去化和开发利润带来不利影响。热点城市土地市场竞争激烈，且仍面临严格的地产调控政策，或对公司地产项目开发利润带来冲击。公司部分项目投资进度与销售进度偏离较大，需关注项目后续销售去化情况。

2．公司面临的资本支出压力和管理压力大。公司在建及拟建项目尚需投资规模大，综合考虑公司近几年拿地支出规模以及当前债务负担，公司未来资本支出压力大。公司在建项目规模大且项目布局全国，合作开发项目规模大，公司项目管理压力大。

3．公司预收款项规模小，少数股东权益占比高。相较于签约销售规模和结转收入，公司预收款项规模小，存货中开发产品规模较大，需关注公司项目销售去化情况和存货跌价风险。随着合作开发项目增加，公司少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。

4．公司对外担保规模大，现金流较依赖筹资活动。公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。公司筹资活动前现金流量净额规模较小，考虑到公司在建及拟建项目尚需投资规模大，以及较强的规模扩张意愿，公司外部融资需求大。

分析师

卢　瑞　登记编号（R0040219010003）
王　彦　登记编号（R0040219040002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：

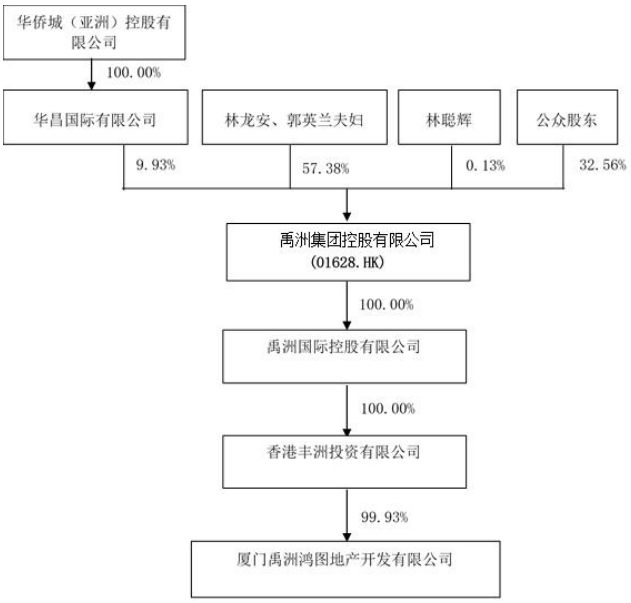
联合信用评级有限公司

一、主体概况

厦门禹洲鸿图地产开发有限公司（以下简称“公司”）前身为成立于 2006 年 6 月的厦门禹洲集团地产投资有限公司，初始注册资本 2,000.00 万元，香港丰洲投资有限公司（以下简称“香港丰洲”）和厦门禹洲房地产开发有限公司（以下简称“禹洲房地产”）对其持股比例分别为 95.00%和 5.00%。2010 年 1 月和 2011 年 3 月，香港丰洲对公司进行增资，增资后注册资本增至 15.00 亿元人民币，香港丰洲和禹洲房地产分别持有其 99.93%和 0.07%的股权。2015 年 5 月，公司更为现名。截至 2019 年底，公司注册资本 15.00 亿元，控股股东香港丰洲持有公司 99.93%股权；禹洲集团控股有限公司（港股上市公司，股票代码“01628.HK”，以下简称“禹洲集团”）通过禹洲国际控股有限公司持有香港丰洲 100.00%股权，为公司间接控股股东。自然人林龙安先生和郭英兰女士合计持有禹洲集团 57.16%股权，为公司实际控制人。

截至 2020 年 3 月底，公司控股股东未将所持有的本公司股权用于质押；禹洲集团控股股东未将所持有的禹洲集团股份进行质押。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司经营范围未发生变更，组织结构略有调整（见附件1）。截至2019年底，公司合并范围内子公司166家；总部在职员工382人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 865.85 亿元，负债合计 632.26 亿元，所有者权益 233.60 亿元，其中归属于母公司所有者权益 118.58 亿元。2019 年，公司实现营业收入 128.57 亿元，净利润 21.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额 27.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 32.86 亿元。

公司注册地址：厦门市海沧翁角路 616 号 306 室；法定代表人：林彬煌。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可〔2019〕217号”文件核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过35亿元的公司债券。本次债券分为两个品种，品种一期限为5年，附第2年末、第4年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券于2019年4月3日完成发行，并于2019年4月16日在上海证券交易所上市。本次债券品种一实际发行总额20亿元，发行利率6.50%，全称为“厦门禹洲鸿图地产开发有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”，简称为“19禹洲01”，代码为“155304.SH”；品种二实际发行总额15亿元，发行利率7.50%，全称为“厦门禹洲鸿图地产开发有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”，简称为“19禹洲02”，代码为“155305.SH”。

“19禹洲01”和“19禹洲02”由禹洲集团就兑付事项作出全额收购承诺。禹洲集团承诺当公司无法按时偿付本息时，将自行或指定实际控制的其他境内外子公司利用包括但不限于经营活动产生的现金流量及自有货币资金、应收款项、存货等流动资产的变现等方式为收购本期债券提供资金安排。

2020年4月3日，公司按期兑付了“19禹洲01”和“19禹洲02”的年度利息。截至本报告出具日，“19禹洲01”和“19禹洲02”募集资金已按照募集说明书的约定使用完毕。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下行明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比

均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：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17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

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

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

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

新冠肺炎疫情或加大行业资金压力

2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，房地产行业签约销售和新开工均出现短暂停滞，行业资金回笼受阻，或加大行业资金压力。

3. 未来发展

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

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、管理分析

2019 年，公司管理层有调整，新上任高级管理人员行业经验丰富。

2019 年，经公司董事会审议通过，免去蔡明辉先生副总经理职务，聘任许珂先生为公司副总经理，任期三年；免去林宇华女士财务总监职务，聘任李强先生担任财务总监，任期三年；免去李强先生财务总监职务，聘任曹申先生担任财务总监，任期三年。

许珂先生，硕士学历，2001 年毕业于北京大学科技信息专业，2004 年获得中国人民大学计算机应用技术专业硕士学位，拥有 15 年标杆房地产企业管理经验，现任禹洲集团执行总裁和公司副总经理，负责集团地产和物业板块的日常经营管理工作。

曹申先生，研究生学历，拥有丰富的财务管理工作经验，先后任职于广发基金、恒大地产、碧桂园、新力地产，2019 年 7 月起担任公司财务总监。

五、经营分析

1. 经营概况

房地产销售为公司最主要的收入来源，其结转规模及结转项目差异对公司收入和盈利影响较大。2019 年，公司收入和净利润均有所下降，但毛利率维持较高水平。

2019 年，公司实现营业收入 128.57 亿元，较上年下降 27.78%，主要系受非并表的合作项目增加及并表范围内的项目建设进度影响，竣工交付项目有所减少所致；净利润 21.04 亿元，较上年下降 22.60%，下降幅度小于营业收入，主要系当期处置合肥郎溪上里和珑玥湾等项目实现投资收益 12.99 亿元所致。

从收入构成看，2019 年，房地产销售收入占公司营业收入比重仍超 95.00%，公司主业仍十分突出。具体看，2019 年，公司房地产销售收入较上年减少 29.00%，主要系受非并表的合作项目增加及并表范围内的项目建设进度影响，竣工交付项目有所减少所致；物业服务收入稳步增长，较上年增长 17.82%；公司租赁及其他业务收入规模较小。

毛利率方面，2019 年，公司毛利率较上年变动不大。具体看，2019 年，公司房地产销售毛利率较上年小幅下降 0.30 个百分点至 30.24%，仍处于较高水平；物业服务毛利率较上年提升 4.65 个百分点至 14.12%，主要系物业管理规模增加后规模效应增强所致；公司租赁及其他业务收入占比小，其毛利率波动对公司毛利率影响有限。具体情况见表 1。

表 1　公司营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	150.71	97.75	31.42	173.90	97.68	30.54	123.47	96.03	30.24
物业服务	2.84	1.84	7.97	3.28	1.84	9.47	3.86	3.01	14.12
租赁	0.64	0.41	93.94	0.81	0.46	98.66	1.15	0.89	94.70
其他业务	0.00	0.00	99.94	0.04	0.02	100.00	0.09	0.07	52.04
合计	**154.18**	**100.00**	**31.25**	**178.03**	**100.00**	**30.48**	**128.57**	**100.00**	**30.34**

注：2017 年公司其他业务收入为 33.40 万元
资料来源：公司审计报告

2. 土地储备

2019 年，公司仍保持很大的土地获取力度，新增土储项目布局逐步回归至都市圈内一二线城市及卫星城，土地储备整体区域布局整体较好；受开发节奏很快影响，公司未开发土地储备规模较小，考虑公司新开工规模大，公司未来仍有很强的补库存需求。

新增土地储备方面，2019 年，公司仍保持很大的土地获取力度，购地支出占当年签约金额比重处于较高水平；布局城市逐步回归合肥、上海、杭州、常熟、佛山、南京、北京和天津等都市圈内一二线城市及卫星城，新增土地储备规划建筑面积较上年减少 15.04%至 350.27 万平方米，但购地支出和新增土地储备楼面均价均有大幅增长，分别较上年增长 107.16%和 143.85%。

表2　公司新增土地储备情况（单位：宗、万平方米、亿元、%、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新增土地储备数量	24	21	30
新增土地储备占地面积	182.00	186.51	162.87
新增土地储备规划建筑面积	448.38	412.29	350.27
购地支出	318.93	187.30	388.02
购地支出占合同销售金额比重	108.98	48.95	75.46
楼面均价	7,112.94	4,542.92	11,077.70

注：表中数据均为全口径，含并表项目和非并表项目
资料来源：公司提供

公司整体保持很快的开发节奏，截至2019年底，公司全口径未开发土地储备建筑面积合计143.74万平方米，相较于公司2019年新开工面积，公司未开发土地储备规模较小，且主要为2019年新增土地储备，考虑到公司新开工规模大，公司未来仍有很强的补库存需求。

表3　截至2019年底公司土地储备情况（单位：%、万平方米、亿元、元/平方米）

类型	项目名称	权益比例	土地获取时间	总建筑面积	总土地价款	楼面均价
并表	禹洲惠州东润	95.00	2017 年	22.37	3.95	1,765
	肥西〔2019〕1 号、2 号	51.00	2019 年	14.42	2.48	1,719
	上海市奉贤区金汇 39-05 地块	100.00	2019 年	6.58	9.87	15,000
	唐山青龙湖 6#A-01 地块	51.00	2019 年	2.03	1.03	5,080
	福州市仓山区 2019-49 号地块	61.00	2019 年	8.53	12.36	14,497
	石家庄市新华区地块	80.00	2019 年	4.16	2.98	7,168
小计		--	--	**58.09**	**32.67**	**5,625**
非并表	津辰北仓（挂）2018-015	30.00	2019 年	37.60	20.57	5,471
	杭州市拱墅区祥符 2019-36 项目	50.00	2019 年	18.77	46.57	24,815
	南京 NO.2019G44 地块	20.00	2019 年	8.13	13.50	16,615
	郑州荥阳 1403 项目	34.00	2019 年	11.64	2.96	2,539
	青岛市滨海大道项目	49.00	2019 年	9.52	6.33	6,654
小计		--	--	**85.65**	**89.93**	**10,499**
合计		--	--	**143.74**	**122.60**	**8,529**

注：1. 表中土地储备为未开发项目，含并表和非并表项目；2. 禹洲惠州东润项目控规尚未确定，暂时无法开发
资料来源：公司提供

3. 项目建设开发情况

2019 年，公司新开工面积和竣工面积均下降明显；期末在建规模大，公司项目管理压力有所加大；公司并表及非并表项目尚需投资规模大，综合考虑公司前几年拿地支出规模和当前债务负担，公司面临的资本支出压力大。

2019 年，公司新开工面积和竣工面积均下降明显，分别较上年下降 35.98%和 16.40%，新开工面积下降主要系前期获取土地储备已逐步开工和当期新增土地储备城市能级提升后规划建筑面积下

降共同影响所致，竣工面积下降主要系项目开发节奏差异所致。截至2019年底，公司期末在建面积1,220.65万平方米，考虑到项目布局全国，合作开发项目规模大，公司项目管理压力有所加大。未来，公司将坚持区域深耕，保持单个区域或单个城市的项目体量，以降低区域管理成本。

表4　公司房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
当期新开工面积	144.00	665.59	426.11
当期竣工面积	85.99	220.29	184.16

注：上表为全口径数据，含非并表合作开发项目
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司并表在建及拟建项目计划总投资641.40亿元，已完成投资422.17亿元，尚需投资219.23亿元，其中2020年计划完成投资73.34亿元。此外，公司非并表合作开发项目计划权益总投资586.10亿元，已完成权益投资357.92亿元，尚需权益投资228.18亿元，其中2020年计划完成权益投资88.84亿元。考虑到公司存在很强的补库存需求及前几年拿地支出占销售规模比重处于较高水平，并结合当前公司债务负担，公司整体现金流对筹资活动较为依赖，公司资本支出压力大。

表5　截至2019年底公司并表在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	已完成投资额	待投资额	2020年预计投资额
在建项目				
禹洲雍贤府	42.41	39.25	3.16	1.59
上海奉贤金汇4301雍锦府	30.60	21.84	8.76	3.80
翔安区2013XP05地块	5.40	3.72	1.68	1.02
禹洲杭州项目（禹洲·滨天地）	59.08	50.68	8.40	2.46
佛山顺德8002朗廷湾（佛山嘉誉花园）	37.60	15.89	21.71	5.21
佛山三水0186朗悦	10.14	4.86	5.28	1.80
禹洲·中央广场	75.23	72.56	2.67	1.58
禹洲新站项目XZQTD175	25.12	22.34	2.78	1.69
朗廷湾（福州高新2018-01项目）	8.51	6.74	1.77	0.68
弘阳·昕悦府	2.02	1.85	0.17	0.17
禹洲·雍锦府	26.19	16.57	9.62	4.50
杭州宁波0107海西明月府	7.30	4.63	2.67	1.11
郑州荥阳市16-3项目	10.54	3.81	6.73	1.62
禹洲.五经山水大观	14.01	12.00	2.01	0.90
禹洲城市广场5#地块	4.58	4.45	0.13	-
禹洲城市广场10#A	3.98	1.45	2.53	0.58
禹洲城市广场2#B	3.58	0.30	3.28	0.85
禹洲城市广场10#B	5.87	1.18	4.69	0.57
禹洲城市广场12#	6.07	2.04	4.03	1.17
禹洲嘉誉风华（南安2017P18地块）	3.72	2.82	0.90	0.48
嘉誉府（安溪官桥201321地块）	8.45	4.74	3.71	1.81
02-027-135号地块（龙湾国际）	12.88	3.65	9.23	2.53
郑州开封龙亭1841嘉誉府	18.00	7.95	10.05	3.30
鹭湖朗廷	15.00	3.33	11.67	4.15
禹洲唐山项目	35.09	17.79	17.30	6.59
北京通州6002朗廷湾	26.42	19.71	6.71	2.12

青岛黄岛 3052 朗廷湾	10.14	5.09	5.05	1.30
苏州常熟高新 0304 橡树澜湾	43.73	27.98	15.75	2.55
佛山南庄 0004 项目	8.44	4.23	4.21	2.02
漳州 2017P04 地块	17.56	13.52	4.04	1.10
小计	**577.66**	**396.97**	**180.69**	**59.25**
拟建项目				
禹洲惠州东润	13.50	2.53	10.97	-
肥西〔2019〕1 号、2 号	9.28	1.24	8.04	2.57
上海市奉贤区金汇 39-05 地块	15.36	10.17	5.19	1.73
唐山青龙湖 6#A-01 地块	2.36	1.67	0.69	0.34
福州市仓山区 2019-49 号地块	17.24	6.55	10.69	8.18
石家庄市新华区地块	6.00	3.04	2.96	1.27
小计	**63.74**	**25.20**	**38.54**	**14.09**
合计	**641.40**	**422.17**	**219.23**	**73.34**

注：表中数据仅包含并表项目
资料来源：公司提供

4. 房产销售情况

2019年，公司合同销售规模继续保持快速增长；受竣工结算节奏影响，公司结算销售收入下滑明显，但持续增长的合同销售规模为后续收入结转提供良好支撑；公司可售资源较为充足，但部分项目销售进度与投资进度偏离较大，去化率一般，需持续关注后续项目开发及销售进展。

2019年，公司合同销售规模继续保持快速增长，全口径合同销售面积和销售金额分别较上年增长33.20%和31.90%，销售均价较上年小幅下降0.98%至15,614元/平方米。2019年，公司平均合同销售价格略有下降，主要系2018年公司新增土地储备城市布局有所下沉和推盘项目区域结构性差异共同影响所致。2019年，公司合同销售额主要来自合肥（占15.82%）、苏州（占15.38%）、上海（占12.60%）、南京（占8.79%）、武汉（占6.36%）和福州（占5.38%）等城市。

项目结转方面，受施工节奏影响，公司结算面积和结算销售收入有所波动，2019年，公司结算面积和结算收入分别较上年下降10.54%和28.83%；结算单价较上年下降20.43%至12,923元/平方米，主要系结转项目差异所致，当年结转项目主要有禹洲城市广场、禹洲•雍贤府-三期、金陵铭著、时光映象和禹洲金辉中央花园等项目。

表6　公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
合同销售面积	174.09	242.64	323.20
合同销售金额	292.65	382.61	504.65
平均合同销售价格	16,810	15,769	15,614
结算面积	134.56	107.07	95.78
结算销售收入	150.71	173.90	123.77
结算单价	11,200	16,241	12,923

注：表中合同销售面积、合同销售金额及平均合同销售价格价格均为全口径数据，结算面积及结算销售收入为合并范围数据
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司全口径未售建筑面积937.00万平方米，未售项目资源较为充足，可满足公司中期发展需求，其中并表项目未售建筑面积398.10万平方米，非并表项目未售建筑面积538.90万平

方米。截至2019年底，公司并表已完工项目建筑面积合计404.78万平方米，累计合同销售建筑面积350.02万平方米，综合去化率86.47%，去化率一般。截至2019年底，公司并表和非并表在建项目中部分项目销售进度较大幅度滞后于项目投资进度，需持续关注项目后续销售去化及回款情况，具体情况见表7。

表7　截至2019年底公司部分完工及在建项目基本情况（单位：%、万平方米）

项目名称	投资进度	总可售面积	已售面积	销售进度
禹洲.东滩雍禧	100.00	5.46	3.80	69.61
萧政储出（2017）3 号地块	86.10	14.98	--	--
厦门灌口项目	95.40	8.53	1.30	15.24
同安 T2017P01 项目	80.50	16.84	2.16	12.83
禹洲吴江项目 2017020	85.80	6.67	3.98	59.69
禹洲舟山项目	70.60	23.05	9.79	42.48
合肥包河 1901 雍荣府	80.30	22.42	2.10	9.37
合肥滨湖 1905 兰园	69.00	22.25	2.32	10.43
合肥包河 1902 时代领峯	68.70	24.44	1.25	5.11
合肥滨湖 1910 锦绣首玺	73.50	10.34	0.47	4.55
同安环东海域 2017TP03 地块	79.10	4.28	--	--
津南（挂）2016--08 地块（雍和熙苑）	75.90	9.52	--	--
珑玥湾（前称瑶海项目 E1602）	89.30	5.93	2.42	40.83

注：1. 表中项目含并表项目和非并表项目；2. 投资进度=已完成投资额/计划总投资额×100.00%，销售进度=已售面积/总可售面积×100.00%
资料来源：公司提供

5. 经营关注

区域调控政策或对公司地产项目销售去化及开发利润带来不利影响

公司地产项目整体区域分布较好，但热点城市仍面临严格的地产调控政策，或对公司未来销售去化带来不利影响，截至2019年底，公司部分地产项目销售进度与投资进度偏离较大。同时，热点城市土地市场竞争激烈，较高的土地成本叠加严格的地产调控政策，或对公司地产项目开发利润带来冲击。公司并表及非并表合作项目中部分项目投资进度与销售进度偏离较大，需关注项目后续销售去化情况。

随着业务规模扩张及全国布局的深入，公司项目管理压力加大

近年来，公司保持较大的土地获取力度，地产合同销售规模也持续增长，同时，公司地产项目分布于全国，公司项目管理压力有所加大。

公司面临的资本支出压力大

公司合并范围内项目及非并表合作开发项目均尚需较大规模投资，考虑到公司当前债务水平，公司未来面临的资本支出压力大。

6. 未来发展

未来公司将继续坚持全国深耕战略，以房地产销售为主业，并适时增加自持物业和轻资产管理业务。

未来，公司将继续深化全国深耕战略，充分发挥竞争优势，把握市场机遇，开拓多元购地方式，坚持规模、利润和风险平衡健康发展，实现稳健扩张，完善全国布局。

具体而言，公司仍将继续坚持以房地产销售为主，在物业投资领域布局大型购物中心和着力研

究社区商业，并在长租公寓、联合办公等业态进行尝试，结合项目特点合理布局。此外，公司将尝试对外进行商业管理输出及对部分项目采用轻资产管理，争取商业管理模式多样化创新。

六、财务分析

1. 财务概况

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司2019年度财务报告经，并出具了标准无保留的审计意见。从合并范围来看，2019年，公司新设立子公司53家子公司，非同一控制下合并10家子公司，处置7家子公司。截至2019年底，公司纳入合并范围内子公司共166家。公司转让并入子公司数量较多，对公司财务数据可比性造成一定影响。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 865.85 亿元，负债合计 632.26 亿元，所有者权益 233.60 亿元，其中归属于母公司所有者权益 118.58 亿元。2019 年，公司实现营业收入 128.57 亿元，净利润 21.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额 27.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 32.86 亿元。

2. 资产质量

2019年，随着业务规模扩张，公司资产规模继续增长；公司资产结构仍以流动资产为主，货币资金较充足，资产受限比例较高；存货中开发产品规模大，需关注后续去化情况和跌价风险；其他应收款规模大，未来可能存在回收风险。

截至2019年底，公司合并资产总额865.85亿元，较年初增长30.85%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占83.24%，非流动资产占16.76%，资产以流动资产为主，资产结构较年初变动不大。

（1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产720.77亿元，较年初增长29.42%，主要系货币资金、存货和其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占27.15%）、其他应收款（占20.25%）和存货（占50.49%）构成。

截至2019年底，公司货币资金195.67亿元，较年初增长53.08%，主要系销售回款增加所致。货币资金较充足，其中有39.54亿元受限资金，受限比例为20.21%，主要为使用受限的银行定期存款。

截至2019年底，公司其他应收款145.95亿元，较年初增长35.47%，主要系合作开发规模扩大后关联方往来款增加所致；其他应收款主要为关联方往来（占87.50%）和其他往来（占9.51%），累计计提坏账准备0.85亿元，计提比例0.58%，计提比例低；若后续合作开发项目经营不善，关联方往来款可能存在回收风险。

截至2019年底，公司存货363.94亿元，较年初增长16.39%，主要系新增土地储备及在建项目持续投入所致。存货由开发成本（占79.09%）和开发产品（占20.91%）构成；累计计提跌价准备2.28亿元，计提比例0.62%，全部来自开发产品，相较于公司收入规模（2019年为128.57亿元），公司开发产品（账面价值74.28亿元）规模大，部分已完工项目销售进度缓慢，需关注公司项目销售去化情况及存货跌价风险。

（2）非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产145.08亿元，较年初增长38.44%，主要系长期股权投资增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占41.90%）、投资性房地产（占37.27%）和在建工程（占10.86%）构成。

截至2019年底，公司长期股权投资60.78亿元，较年初增长61.72%，主要系合作开发项目规模增加所致。2019年，公司权益法核算的长期股权投资实现投资收益-1.46亿元，主要系合作开发项目尚未到结算阶段所致。

公司投资性房地产以公允价值模式进行后续计量。截至2019年底，公司投资性房地产54.07亿元，较年初增长1.05%，较年初变化不大；公司投资性房地产主要位于上海、厦门、泉州和合肥等城市。

截至2019年底，公司在建工程15.76亿元，主要为在建深圳善友共享大厦A座写字楼。

截至2019年底，公司受限资产总额284.82亿元，占资产总额的32.89%，受限比例较高。受限资产主要为用于抵押借款的存货和长期股权投资。

表 8　截至 2019 年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占资产总额比重	受限原因
货币资金	39.54	4.57	定期存款、保证金、诉讼冻结款
存货	160.29	18.51	抵押贷款
其他流动资产	1.82	0.21	结构性存款质押
长期股权投资（联营合营单位）	5.69	0.66	质押贷款
长期股权投资（子公司）	62.81	7.25	质押贷款
投资性房地产	14.27	1.65	抵押、质押贷款
固定资产	0.10	0.01	抵押贷款
在建工程	0.31	0.04	抵押贷款
合计	**284.82**	**32.89**	--

资料来源：公司审计报告

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2019年，公司负债和债务继续保持增长；债务负担略有减轻，债务结构合理；债务集中到期压力一般。

截至2019年底，公司负债总额632.26亿元，较年初增长32.05%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占75.27%，非流动负债占24.73%，负债以流动负债为主。

截至2019年底，公司流动负债475.88亿元，较年初增长45.60%，主要系预收款项和其他应付款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占2.35%）、应付账款（占10.08%）、其他应付款（占52.51%）、预收款项（占17.50%）、应交税费（占7.43%）和一年内到期的非流动负债（占8.67%）构成。

截至2019年底，公司短期借款11.20亿元，较年初下降52.40%，主要系公司调整债务结构所致；短期借款由抵押保证借款（占52.54%）、质押保证借款（占22.39%）和抵押保证质押金借款（占25.07%）构成。

截至2019年底，公司应付账款47.99亿元，较年初增长0.03%，较年初变化不大；应付账款主要为应付工程款（占94.55%）和应付货款（占4.55%）；应付账款中期末账龄超过1年的重要应付账款合计4.45亿元，均为尚未到结算期所致。

截至2019年底，公司其他应付款249.89亿元，较年初增长113.60%，主要系合作开发规模扩大后各类往来款增加所致；其他应付款主要由关联方往来款（占64.06%）和其他往来款（占33.83%）构成。

截至2019年底，公司预收款项83.30亿元，较年初增长42.47%，主要系房地产预售规模扩大及当期结转规模同比下降所致；预收款项主要为预收售房款（占99.24%），相较于公司的合同销售规模

（2019年为504.65亿元）、销售商品、提供劳务收到的现金（2019年为171.45亿元）和收入规模（2019年为128.57亿元），公司预收款项规模较小，需关注公司项目销售去化风险。

截至2019年底，公司应交税费35.36亿元，较年初增长0.22%，较年初变化不大；应交税费主要为企业所得税（占40.31%）、土地增值税（占34.56%）和增值税（占21.27%）。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债41.27亿元，较年初增长4.78%，主要系应付债券等长期债务临近到期转入所致；一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的应付债券（占78.18%）和一年内到期的长期借款（占18.12%）构成。

截至2019年底，公司非流动负债156.38亿元，较年初增长2.92%，较年初变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占41.38%）、应付债券（占41.20%）、长期应付款（占11.98%）和递延所得税负债（占5.44%）构成。

截至2019年底，公司长期借款64.72亿元，较年初下降16.54%，主要系新增借款减少所致；长期借款主要由抵押保证借款（占58.92%）和抵押保证质押借款（占28.17%）构成。

截至2019年底，公司应付债券64.43亿元，较年初增长8.20%，主要系2019年非公开发行35.00亿元公司债券所致。

截至2019年底，公司长期应付款18.73亿元，上年为0.05亿元，主要系发行物业费ABS及新增对民生信托债务本金所致；长期应付款中应付资产支持证券、应付民生信托投资款和应付长安信托投资款均已计入长期债务。

截至2019年底，公司递延所得税负债8.51亿元，较年初下降42.53%。

截至2019年底，公司全部债务200.94亿元，较年初增长0.46%，较年初变化不大。其中，短期债务占26.43%，长期债务占73.57%，以长期债务为主，债务结构合理。截至2019年底，公司短期债务53.12亿元，较年初下降15.59%，主要系公司调整债务结构所致；长期债务147.82亿元，较年初增长7.83%。截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为73.02%、46.24%和38.76%，较年初分别提高0.67个百分点、下降5.99个百分点和下降4.08个百分点，公司债务负担有小幅减轻。从债务期限分布看，相较于公司当前货币资金规模，公司集中偿债压力一般。

表 9　截至 2019 年底公司债务到期分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年以后	小计
短期借款	11.20	--	--	--	**11.20**
应付票据	0.64	--	--	--	**0.64**
一年内到期的非流动负债	41.27	--	--	--	**41.27**
长期借款	--	24.85	34.38	5.49	**64.72**
应付债券	--	30.31	--	34.12	**64.43**
长期应付款	--	18.68	--	--	**18.68**
合计	**53.11**	**73.84**	**34.38**	**39.61**	**200.94**

资料来源：公司提供

（2）所有者权益

2019年，公司所有者权益有所增长，未分配利润占比较高，因合作开发项目较多，公司少数股东权益占比较大，公司所有者权益结构稳定性较弱。

截至2019年底，公司所有者权益为233.60亿元，较年初增长27.70%，主要系合作开发规模扩大后少数股东权益规模增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为50.76%，少数股东权益占比为49.24%，少数股东权益占比高，部分少数股东权益系公司与控股股东禹洲集团下属子公司合作开

发项目产生。归属于母公司所有者权益118.58亿元，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12.65%、0.33%、10.26%、1.76%和75.02%。公司少数股东权益和未分配利润占比高，权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2019年，受非并表的合作项目增加及并表范围内的项目建设进度影响，竣工交付项目有所减少，公司收入和净利润均有所下降；投资收益对公司利润影响较大，公司盈利能力处于行业中等水平。未来随着非并表合作开发项目逐步进入结算，投资收益将成为公司利润重要来源。

2019 年，公司实现营业收入 128.57 亿元，较上年下降 27.78%，主要系受非并表的合作项目增加及并表范围内的项目建设进度影响，竣工交付项目有所减少所致；净利润 21.04 亿元，较上年下降 22.60%，下降幅度小于营业收入，主要系当期处置合肥郎溪上里和珑玥湾等项目实现投资收益 12.99 亿元所致。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为12.30亿元，较上年增长52.04%，主要系销售费用和管理费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为43.71%、40.88%和15.40%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为5.38亿元，较上年增长108.30%，主要系地产销售规模增长所致；管理费用为5.03亿元，较上年增长52.40%，主要系项目增加所致；财务费用为1.89亿元，较上年下降14.23%，主要系当期利息收入增加所致。

2019年，公司实现投资收益11.65亿元，较上年增长328.23%，主要系处置合肥郎溪上里和珑玥湾等项目实现投资收益12.99亿元所致；投资收益占营业利润比重为37.98%，对营业利润影响较大。2019年，公司公允价值变动收益0.49亿元，较上年减少88.88%，公允价值变动收益全部来自投资性房地产公允价值变动；公允价值变动收益占营业利润比重为1.60%，上年为11.26%，公允价值变动收益波动对营业利润有一定影响。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为24.07%，较上年提高0.94个百分点，较上年变化不大；2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为6.62%、4.71%和10.10%，较上年分别下降2.89个百分点、2.86个百分点和6.63个百分点，主要系当期房地产结转规模下降所致。

5. 现金流

随着合作开发项目增加及项目开发的后续投入，公司与合作方资金往来规模大。2019年，受销售回款增加和收并购拿地影响，公司经营活动现金流保持净流入，筹资活动现金流保持净流入。公司并表项目及非并表合作开发项目尚需投资规模大，加之公司有较强的规模扩张意愿和补库存需求，公司未来面临较大的外部融资需求。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入724.40亿元，较上年下降28.87%，主要系往来款规模下降所致；其中销售商品、提供劳务收到的现金171.45亿元，较上年增长109.12%，主要系销售回款增加所致，收到其他与经营活动有关的现金552.95亿元，较上年下降40.95%，主要系往来款规模下降所致。2019年，公司经营活动现金流出696.43亿元，较上年下降29.64%，主要系往来款规模下降所致；其中购买商品、接受劳务支付的现金137.49亿元，较上年增长108.10%，主要为建安支出及拿地支出，支付其他与经营活动有关的现金523.72亿元，较上年下降41.81%，主要系往来款规模下降所致。2019年，公司经营活动现金净流入27.97亿元，较上年下降2.20%，较上年变化不大。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入15.75亿元，较上年增长621.54%，主要系处置合肥郎溪上里和珑玥湾等项目所致；投资活动现金流出35.11亿元，较上年增长0.99%，较上年变

化不大。2019年，公司投资活动现金净流出19.36亿元，较上年下降40.59%。2018－2019年，公司筹资活动前现金流量净额-3.99亿元和8.61亿元。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入176.77亿元，较上年增长26.63%，主要系新增借款所致；筹资活动现金流出152.52亿元，较上年增长69.57%，主要系当期偿还债务规模较大所致。2019年，公司筹资活动现金净流入24.25亿元，较上年下降51.16%。考虑到公司并表项目及非并表合作开发项目尚需投资规模大，加之公司有较强的规模扩张意愿和补库存需求，公司未来有较大外部融资需求。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较好，长期偿债能力一般，但对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。未来，随着公司项目开发和销售，公司盈利水平有望得到提升，偿债能力有望增强。整体看，公司偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率由年初的1.70倍下降至1.51倍，主要系合作开发规模增长后其他应付款增长较快所致；速动比率0.75倍，较年初变动不大，流动资产对流动负债的保障程度较好。截至2019年底，公司现金短期债务比由年初的2.03倍上升至3.69倍，现金类资产对短期债务的保障程度增强。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为36.11亿元，较上年下降15.13%，主要系利润总额减少所致。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占16.71%）和利润总额（占82.86%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的2.87倍下降至2.34倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；公司EBITDA全部债务比由上年的0.21倍下降至0.18倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年底，公司获得金融机构授信总额 443.14 亿元，已使用授信额度 107.03 亿元，剩余可用授信额度 336.11 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司控股股东禹洲集团为港股上市公司，具备境外直接融资能力。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 102.73 亿元，占期末净资产的 43.98%，公司对外担保比例高；被担保对象主要为合营公司、联营公司或受同一母公司控制的房地产开发企业，公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

截至 2019 年底，公司及子公司无重大未决诉讼。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10350205005295106），截至2020年4月2日，公司信贷业务均已结清，其中有5笔关注类贷款，系由于提前还款过程中贷款银行操作失误所致，上述贷款均已及时足额偿付，不存在逾期支付贷款本息的情况。

7. 母公司财务报表

母公司资产主要为其他应收款和长期股权投资，债务负担较重，营业收入和现金流量较小。

截至2019年底，母公司资产总额392.39亿元，较年初增长47.57%，系流动资产和非流动资产共同增长所致。其中，流动资产277.39亿元（占70.69%），非流动资产115.01亿元（占29.31%）。从构成看，流动资产主要为其他应收款（占97.52%），非流动资产主要为长期股权投资（占95.04%）。截至2019年末，母公司货币资金为3.53亿元，货币资金规模较小。

截至2019年底，母公司负债总额356.72亿元，较年初增长55.35%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债291.66亿元（占81.76%），非流动负债65.06亿元（占18.24%）。从构成看，流动负

债主要由其他应付款（占88.07%）和一年内到期的非流动负债（占11.06%）构成，非流动负债主要为应付债券（占99.03%）。截至2019年底，母公司资产负债率为90.91%，较年初上升4.55个百分点；全部债务资本化比率73.05%，较年初上升2.35个百分点。

截至2019年底，母公司所有者权益为35.67亿元，较年初下降1.67%。其中，实收资本为15.00亿元（占42.05%）、未分配利润合计18.23亿元（占51.11%）、盈余公积合计2.08亿元（占5.83%）。

2019年，母公司营业收入为2.68亿元，投资收益-1.12亿元，净利润为-0.49亿元。

2019年，母公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为27.09亿元、-27.02亿元和-1.22亿元。

七、公司债券偿还能力分析

公司资产、盈利及现金流对“19 禹洲 01”和“19 禹洲 02”的按期到付起到较好的保障作用，并考虑公司在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，公司的收入规模有望提升。公司对“19 禹洲 01”和“19 禹洲 02”债券的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产为196.02亿元，为“19禹洲01”和“19禹洲02”债券待偿本金合计（35亿元）的5.60倍，公司现金类资产对“19禹洲01”和“19禹洲02”的覆盖程度高；截至2019年底，公司净资产为233.60亿元，为“19禹洲01”和“19禹洲02”债券待偿本金合计（35亿元）的6.67倍，公司净资产对“19禹洲01”和“19禹洲02”按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司 EBITDA 为36.11亿元，为“19禹洲01”和“19禹洲02”债券待偿本金合计（35亿元）的1.03倍，公司 EBITDA 对“19禹洲01”和“19禹洲02”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为724.40亿元，为“19禹洲01”和“19禹洲02”债券待偿本金合计（35亿元）的20.70倍，公司经营活动产生的现金流入对“19禹洲01”和“19禹洲02”的覆盖程度高。

八、债权保护分析

禹洲集团作为公司控股股东，资本实力强，其为公司债券发行提供的全额收购承诺体现了股东对公司发展的支持与信心，对“19禹洲01”和“19禹洲02”的还本付息仍有一定的积极作用。

“19 禹洲 01”和“19 禹洲 02”由公司控股股东禹洲集团就债券兑付作出全额收购承诺，承诺当公司无法按期兑付以上两期债券的本息时，债券的持有人有权按照《收购承诺函》的约定，要求禹洲集团全额收购本期债券本金及应付利息。禹洲集团承诺将自行或指定其实际控制的其他境内外子公司利用包括但不限于经营活动产生的现金流量及自有货币资金、应收款项、存货等流动资产的变现等方式为禹洲集团提供专项资金用于收购本期债券本金及应付利息。

禹洲集团成立于 2008 年，于 2009 年在香港联交所上市，股票代码：01628.HK。截至 2019 年底，禹洲集团注册资本 100.00 亿港币，自然人林龙安先生和郭英兰女士合计持有禹洲集团 57.16%股权，为禹洲集团实际控制人。

截至 2019 年底，禹洲集团合并资产总额 1,464.35 亿元，负债合计 1,177.08 亿元，股东权益（含少数股东权益）287.28 亿元，其中归属于母公司股东权益 229.03 亿元。2019 年，禹洲集团实现营业收入 233.67 亿元，净利润（含少数股东损益）36.06 亿元，其中归属普通股东净利润 34.95 亿元；经

营活动产生的现金流量净额-58.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.94 亿元。禹洲集团资产规模大，货币资金较充裕，其提供的全额收购承诺对本次债券的还本付息有一定积极作用。

禹洲鸿图作为禹洲集团在境内的主要运营实体，其资产规模和业务规模均达禹洲集团的一半以上，但从存货结构看，禹洲集团中可供出售之物业规模大，需关注其后续销售情况。

表 10　禹洲集团与禹洲鸿图 2019 年相关指标对比（单位：亿元、%）

项目	禹洲鸿图	禹洲集团	禹洲鸿图占禹洲集团的比例
货币资金/现金及现金等价物	195.67	284.56	68.76
存货	363.94	490.88	74.14
开发产品/可供出售之物业	74.28	212.20	35.00
资产总额	865.85	1,464.35	59.13
应付账款	47.99	97.83	49.05
预收款项/合同负债	83.30	86.58	96.21
所有者权益/股东权益	233.60	287.28	81.31
少数股东权益	115.02	58.24	197.49
合同销售金额	504.65	751.15	67.18
收入	128.57	233.67	55.02

资料来源：联合评级整理

九、综合评价

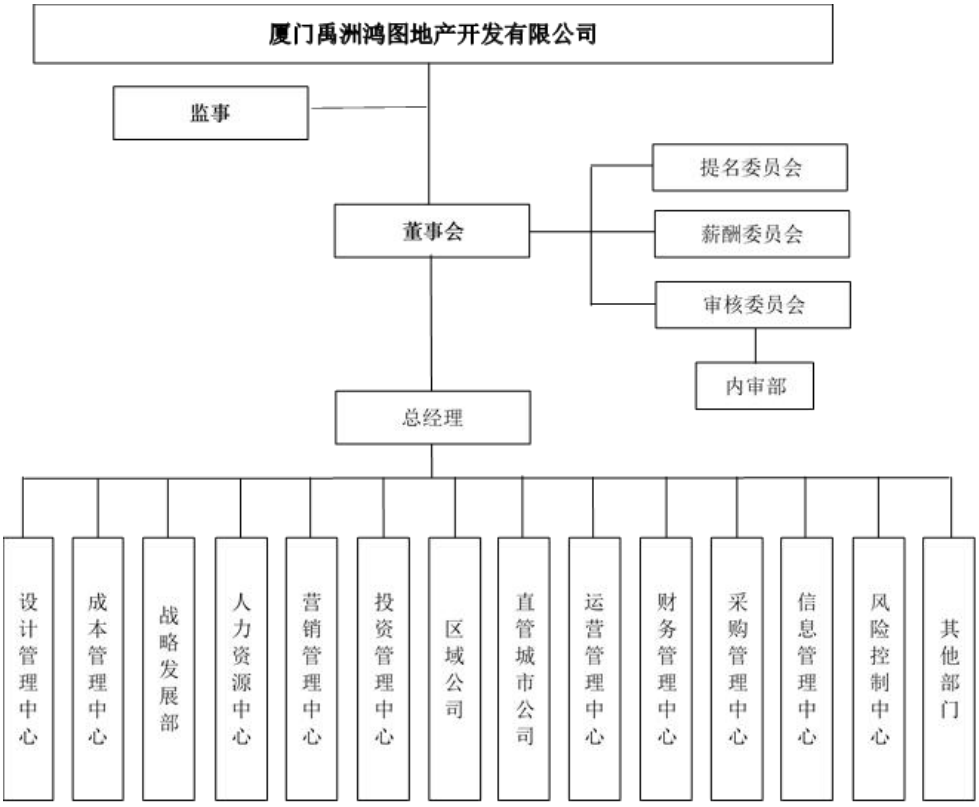
2019 年，公司作为香港上市公司禹洲集团在境内主要的开发主体，在地产开发经验和品牌知名度等方面仍具有优势。公司土地储备区域布局整体较好，可售项目资源较充足，合同销售规模继续快速增长。同时，联合评级也关注到区域调控政策或对公司地产销售去化和开发利润带来不利影响，公司面临的资本支出压力和管理压力大，预收款项规模小，少数股东权益占比高，对外担保规模大，现金流较依赖筹资活动等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，公司的收入规模有望提升。

禹洲集团作为公司控股股东，资本实力强，其为公司债券发行提供的全额收购承诺体现出其对公司发展的支持与信心，对公司债券的还本付息有一定积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“19 禹洲 01”和“19 禹洲 02”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　截至 2019 年底厦门禹洲鸿图地产开发有限公司组织架构图



附件 2　厦门禹洲鸿图地产开发有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	459.38	661.72	865.85
所有者权益（亿元）	141.90	182.93	233.60
短期债务（亿元）	56.98	62.92	53.12
长期债务（亿元）	60.82	137.08	147.82
全部债务（亿元）	117.80	200.01	200.94
营业收入（亿元）	154.18	178.03	128.57
净利润（亿元）	21.42	27.18	21.04
EBITDA（亿元）	29.50	42.55	36.11
经营性净现金流（亿元）	22.10	28.60	27.97
流动资产周转次数（次）	0.44	0.39	0.20
存货周转次数（次）	0.52	0.47	0.26
总资产周转次数（次）	0.35	0.32	0.17
现金收入比率（%）	83.65	46.05	133.35
总资本收益率（%）	9.16	9.52	6.62
总资产报酬率（%）	6.77	7.57	4.71
净资产收益率（%）	16.76	16.74	10.10
营业利润率（%）	21.67	23.13	24.07
费用收入比（%）	4.20	4.54	9.56
资产负债率（%）	69.11	72.36	73.02
全部债务资本化比率（%）	45.36	52.23	46.24
长期债务资本化比率（%）	30.00	42.84	38.76
EBITDA 利息倍数（倍）	3.96	2.87	2.34
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.21	0.18
流动比率（倍）	1.43	1.70	1.51
速动比率（倍）	0.57	0.75	0.75
现金短期债务比（倍）	1.44	2.03	3.69
经营现金流动负债比率（%）	8.95	8.75	5.88
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.84	1.22	1.03

注：1. 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；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 公司长期应付款中有息部分已计入长期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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+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

应收账款余额=应收账款净额+应收账款坏账准备

存货余额=存货净值+存货跌价准备

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。