

信用等级公告

联合[2019]380 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厦门禹洲鸿图地产开发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 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年三月十四日

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

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）

信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过人民币 35 亿元（含）

债券期限：品种一 5 年（附第 2 年末、第 4 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 5 年（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

增信措施：禹洲地产股份有限公司就本期债券兑付作出全额收购承诺

评级时间：2019 年 3 月 14 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额（亿元）	294.45	410.08	459.38	550.47
所有者权益（亿元）	88.30	113.68	141.90	167.27
长期债务（亿元）	82.17	99.77	60.82	107.94
全部债务（亿元）	98.47	111.67	117.80	159.59
营业收入（亿元）	54.66	97.51	154.18	91.39
净利润（亿元）	11.98	14.73	21.42	14.18
EBITDA（亿元）	16.23	21.86	29.50	--
经营性净现金流（亿元）	-55.02	36.06	22.10	17.49
营业利润率（%）	32.24	23.98	21.67	25.29
净资产收益率（%）	14.59	14.59	16.76	--
资产负债率（%）	70.01	72.28	69.11	69.61
全部债务资本化比率（%）	52.72	49.55	45.36	48.82
流动比率（倍）	2.22	1.80	1.43	1.60
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.20	0.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.25	2.74	3.96	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.46	0.62	0.84	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2018 年三季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对厦门禹洲鸿图地产开发有限公司（以下简称“公司”或“禹洲鸿图”）的评级反映了公司作为香港上市公司禹洲地产股份有限公司（以下简称“禹洲地产”）在境内主要的开发主体，具备较强综合实力，在开发规模与经验、区域布局、品牌知名度等方面具备一定优势；受房地产市场景气度较高影响，公司协议销售面积与金额有所增长，货币资金较充裕。同时，联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司存在一定资本支出压力，其他应收款对资金形成占用，债务结构有待调整，对外担保规模较大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，公司的盈利规模有望进一步提升，公司整体信用状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

禹洲地产作为公司控股股东，开发经验丰富，经营状况良好，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，且对公司债券的信用水平有一定正面作用。

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很低。

优势

1. 公司项目主要分布于上海、天津、南京、杭州、厦门、合肥、福州等发达一、二线城市，公司外部发展环境较好。

2. 公司土地储备较充足，获取价格整体较合理，区域布局良好，对公司未来盈利形成支撑。

3. 公司新开工节奏有所加快,同时房屋销售面积和金额有所增长。

4. 公司营业收入及利润大幅增长,货币资金较充裕,盈利状况良好,杠杆处于行业较低水平。

关注

1. 房地产行业政策因城施策进行差异化调控,公司位于合肥、泉州和武汉地区的土地储备占比较大,可售项目大部分位于合肥、泉州、厦门和上海地区,受区域信贷政策影响,2017年以来公司回款率有所下降,上述区域房地产景气度以及房地产调控政策可能会对公司经营造成一定影响。

2. 公司位于上海、厦门和杭州等热点城市的土地储备均价较高,区域限价等房地产政策可能对公司的项目利润的实现造成一定影响。

3. 公司在建拟建项目规模较大,资金需求量大,使公司面临一定的资金支出压力。

4. 公司其他应收款中往来款占比较大,存在一定资金占用;公司短期债务占比高,公司债券未来两年集中到期,公司债务结构有待调整;少数股东权益和未分配利润在所有者权益中占比较大,所有者权益稳定性较弱;同时对外担保额度较大,公司存在一定或有负债风险。

分析师

王安娜

电话: 010-85172818

邮箱: wangan@unitedratings.com.cn

李 镭

电话: 010-85172818

邮箱: lil@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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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：

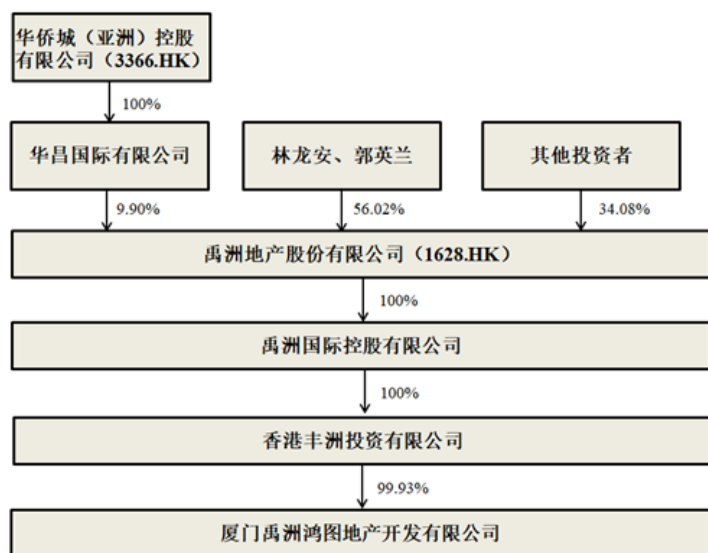


联合信用评级有限公司

一、主体概况

厦门禹洲鸿图地产开发有限公司（以下简称“禹洲鸿图”或“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对其持股比例分别为95%和5%。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，香港丰洲和厦门禹洲房地产开发有限公司分别持有其99.933%和0.067%的股权。2015年5月，公司更为现名。截至2018年9月末，禹洲鸿图注册资本15.00亿元，控股股东香港丰洲对公司持股比例为99.93%；禹洲地产股份有限公司（以下简称“禹洲地产”，股票代码01628.HK）通过禹洲国际控股有限公司持有香港丰洲100%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地产56.02%股权，为公司实际控制人。

图1 截至2018年9月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：从事海沧区兴港路“禹洲华侨城”及“禹洲尊海”等项目的开发与经营；物业服务；市政道路工程建筑。截至2018年9月末，公司设有投资管理委员会、项目运营管理委员会和招标采购管理委员会；设有法务部、行政管理部、人力资源部、信息管理部、计划财务部、资金管理中心、内审部、研发设计中心、成本管理中心、营销品牌管理中心、运营管理中心和投资拓展部12个部门；截至2018年9月底，合并范围内子公司104家；总部在职员工284人。

截至2017年末，公司合并范围资产总额459.38亿元，负债合计317.48亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）141.90亿元，其中归属于母公司所有者权益82.13亿元。2017年，公司实现营业收入154.18亿元，净利润（含少数股东损益）21.42亿元，其中归属于母公司所有者的净利润15.65亿元；公司经营活动现金流量净额为22.10亿元，现金及现金等价物净增加额-5.41亿元。

截至2018年9月末，公司合并范围资产总额550.47亿元，负债合计383.20亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）167.27亿元，其中归属于母公司所有者权益93.48亿元。2018年1~9月，公司实现营业收入91.39亿元，净利润（含少数股东损益）14.18亿元，其中归属于母公司所有者的净利润11.35亿元；经营活动现金流量净额为17.49亿元，现金及现金等价物净增加额1.20

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、本期债券概况和募集资金用途

1. 本期债券概况

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。本期债券名称为“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）”（以下简称“本期债券”）。本期债券发行总规模不超过人民币35亿元（含），分为两个品种。品种一期限为5年，附第2年末、第4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5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。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，票面利率将根据网下簿记建档结果确定，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由禹洲地产就兑付事项作出全额收购承诺。禹洲地产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。

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，拟全部用于偿还到期或需回售的公司债券。

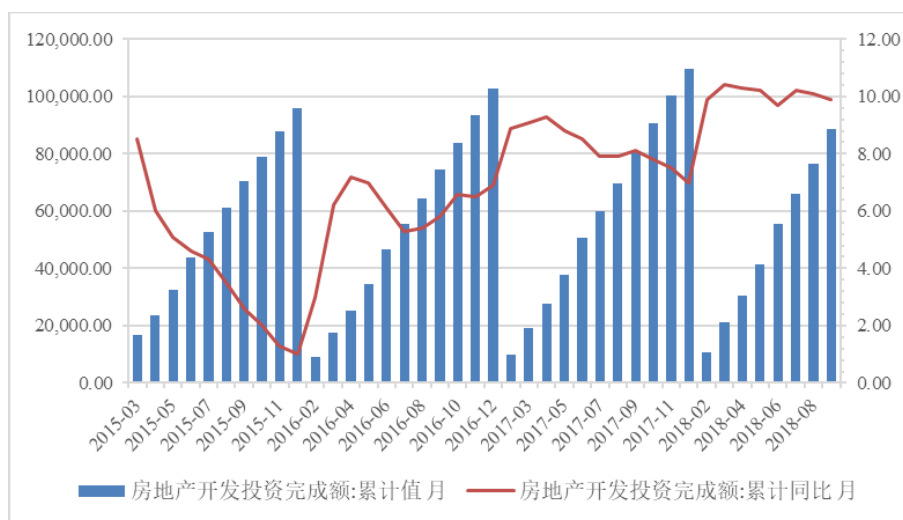
三、行业分析

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102,581.00亿元，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%。2018年1~9月，全国房地产开发投资88,665.04亿元，同比增长9.90%，在土地购置费和新开工持续高增长下继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年 1~9 月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

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, 一线城市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 个城市成交面积 95,036 万平方米, 同比增加 8%; 土地出让金总额为 40,623 亿元, 同比增加 38%。其中, 住宅用地成交面积 35,433 万平方米, 同比增加 24%; 商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米, 同比减少 10%。分城市来看, 2017 年, 一线城市土地供应持续放

量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

表 1 近年来全国 300 个城市土地交易情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
推出面积（万平方米）	113,235	103,212	111,907	88,834
同比（%）	-18	-9	8	23
成交面积（万平方米）	85,671	85,885	95,036	73,993
同比（%）	-21	-3	8	19
出让金（亿元）	21,793	29,047	40,623	30,125
同比（%）	-10	31	38	13
楼面均价（元/平方米）	1,384	1,904	2,374	2,219
同比（%）	14	40	26	-8
土地平均溢价率（%）	16	43	29	16
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 17 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

2018年1~9月，土地市场供应与成交同比上升，但随着调控政策深化，房企拿地趋于理性，楼面均价及溢价率有所回落。2018年1~9月，全国300个城市土地推出面积88,834万平方米，同比增加23%；成交面积73,993万平方米，同比增加19%；土地出让金总额30,125亿元，同比增加13%；楼面均价2,219元/平方米，同比回落8%；土地平均溢价率为16%，较去年同期下降17个百分点。

总体看，随着热点城市增加土地供给，土地供应量和成交量均有所回升；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；2018年上半年，楼面均价及溢价率有所回落。

开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。

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，房企银行间市场中票发行开闸，证监会推出的《公司债券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 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428 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%。

进入 2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。2017 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%。

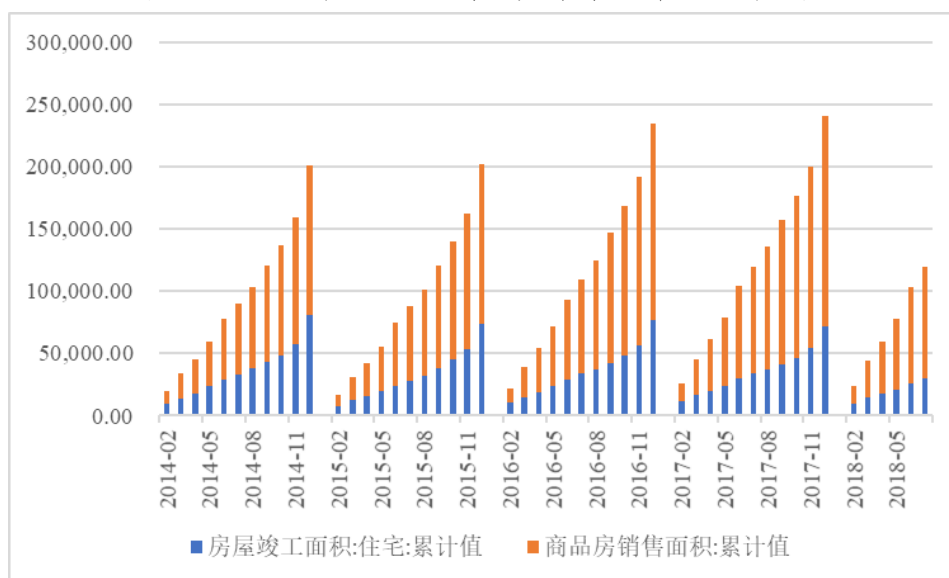
2017年11月17日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

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。

市场供需情况

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%；商业营业用房竣工 12,084 万平方米，增长 11.3%。

图 3 2014~2018 年 7 月度全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

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 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

进入 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 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 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.6%。

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%。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%。

2018 年 1~9 月，全国商品房销售面积 119,312.77 万平方米，同比增长 2.90%，增速较 1~8 月回落 1.10 个百分点；全国房地产销售金额 104,132.33 亿元，同比增长 13.30%，增速较 1~8 月回落 1.20 个百分点。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，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。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

销售价格情况

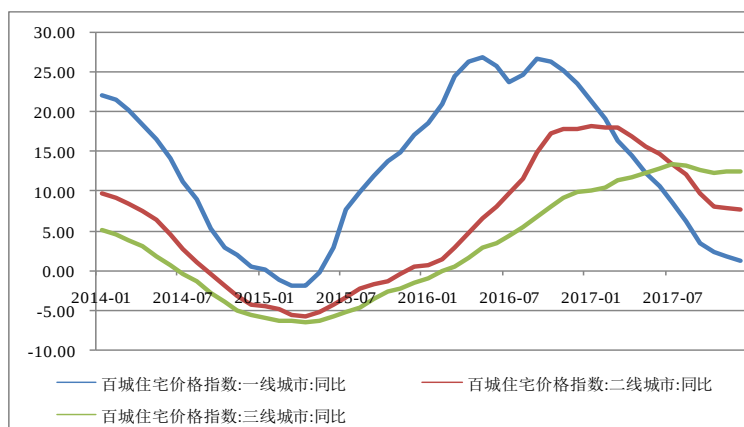
从商品房销售价格看，2014 年，由于各地限购的影响持续深化，市场整体下行趋势明显，房价下跌趋势从个别城市扩展到全国，房价下跌从一手房扩展到二手房。全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点。

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。

进入 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 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 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，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策陆续出台和实施，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；同时，一、二线城市销售价格进入快速上涨通道，三线城市价格进入增长通道。2017 年一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速放缓。

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。

进入 2014 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19% 和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51% 和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。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，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。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。

表 2 近年来前 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	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	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。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显；从 2017 年全年房企销售额来看，千亿房企阵营 17 家，2,000 亿房企增至 7 家，5,000 亿房企 3 家，2017 年碧桂园控股有限公司以 5,500.1 亿元的销售额成为行业第一。据中国指数研究院统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2017 年度中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大集团	6	中海地产集团有限公司
2	碧桂园控股有限公司	7	绿地控股集团有限公司
3	万科企业股份有限公司	8	绿地中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	融创中国控股有限公司	10	华润置地有限公司

资料来源：中国指数研究院

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“十一假期”，全国一线及重点二线合计 21 个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至 30%，同时提高已有一套住房且相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于 70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。11 月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11 月 28 日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发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	住房和城乡建设部联合签发《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	中央经济工作会议提出，加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，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
2018 年 5 月	《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，坚持调控政策的连续性稳定性，认真落实稳房价、控租金，降杠杆、防风险，调结构；加快制定实施住房发展规划，促进大中小城市和小城镇协调发展；抓紧调整住房和用地供应结构；切实加强资金管控、严控购地加杠杆行为；大力整顿规范房地产市场秩序
2018 年 7 月	中共中央政治局会议提出，下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

资料来源：联合评级搜集整理

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住房和城乡建设部联合签发《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》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，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”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《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》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

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。5月，《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》发布，鉴于部分城市房地产市场出现过热苗头，投机炒作有所抬头的风险，提出部署，包含针对调整住房和用地供应结构、加强资金管控、整顿规范市场秩序等方面，保持房地产市场总体平稳运行。7月，中共中央政治局召开会议，会议提出，下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

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。2018年以来，各地房地产市场表现为差异化调控，整体保持落实稳房价、控租金，降杠杆、防风险，调结构、稳预期的调控基调。

5. 行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，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，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项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。

房地产调控政策不放松，实行差别化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

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. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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2月，国务院出台的《关于创新政府配置资源方式的指导意见》中明确提到“支持各地区在房地产税、养老和医疗保障等方面探索创新”；未来，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。

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。

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。

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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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. 规模与竞争力

公司具有国家一级房地产开发资质，是禹洲集团在中国大陆主要的经营平台。根据克而瑞研究中心统计，禹洲集团¹在中国房地产企业 2017 年销售排名的流量销售金额和权益销售金额分别位列第 56 名和第 46 名。2018 年 3 月，禹洲地产蝉联“2018 年中国房地产 500 强测评”第 37 名、“2018 中国房地产开发企业发展潜力 10 强”第 3 名。

公司项目开发经验丰富，房地产开发项目以住宅为主，同时兼有商业、办公、酒店等。区域分布上，公司的经营区域以厦门、泉州等区域为主，同时在上海、天津、合肥等地区亦有部分项目分布。公司“禹洲”品牌在厦门房地产市场具有较高知名度，先后开发了“禹洲·中央海岸”、“禹洲高尔夫国际社区”、“禹洲·尊海”、“禹洲城市广场”、“禹洲国际大酒店”等具有代表性的住宅和商业项目。作为禹洲地产在中国大陆地区主要的经营平台，公司在禹洲地产整体经营和发展中具有十分重要的地位。

总体看，公司作为禹洲地产在中国大陆主要的经营平台，在区域布局、开发规模、区域品牌知名度等方面具备一定竞争力。

2. 人员素质

截至2018年9月末，公司共有董事、监事及高级管理人员共6名，其中包括3名董事、1名监事和3名高级管理人员，其中董事长林彬煌兼任总经理，林宇华任财务总监职务。截至2018年9月末，公司总部在职员工284人。

公司董事长兼总经理林彬煌先生，本科学历，厦门大学EDP，拥有多年公司管理及房地产开

¹ 克而瑞统计名称为“禹洲集团”

发投资经验，曾任禹洲地产（泉州）有限公司执行董事、上海康泰房地产开发有限公司执行董事，现任公司董事长及总经理。

公司董事、实际控制人林龙安先生，1964年生，中国科技大学工商管理硕士，香港太平绅士，中华人民共和国香港特别行政区第十三届全国人大代表，现任禹洲地产股份有限公司董事局主席。曾任或现任职务包括中华全国工商业联合会第十二届执行委员会常委、中国民间商会副会长、中国民主建国会第九届中央委员会委员、中华全国归国华侨联合会常委、福建省政协委员、天津市政协委员、中国侨商联合会常务副会长、香港特别行政区第五届行政长官选举委员会、香港福建社团联合会副主席、中国科学技术大学客座教授、集美大学常务校董、厦门市总商会（工商联）副会长等。林龙安先生拥有逾20年住宅、商业及酒店物业开发经验。

公司董事、实际控制人郭英兰女士，1970年生，拥有多年房地产开发及财务管理经验，曾任厦门外商投资企业协会常务理事，现任公司董事、禹洲地产执行董事。

总体看，公司管理人员具备多年的房地产行业管理经验，有利于公司的长远发展；公司人员能够满足日常生产经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》等相关法律法规和《公司章程》的规定，建立了完善的法人治理结构，设董事会、监事和总经理，制定了相应的议事规则及工作细则。

公司是中外合资公司，根据《中华人民共和国中外合资经营企业法》的规定，公司不设立股东会，公司的最高权力机构为董事会，董事会决定公司一切重大事宜。公司董事会由3名董事组成，对公司股东负责，以公司利益最大化为行为准则，其中：董事长1名，由厦门禹洲房地产开发有限公司委派；其他2名董事由香港丰洲投资有限公司委派。董事长是公司的法定代表人。董事长不能履行其职责时，应授权他人代为履行。董事任期3年，经委派方继续委派，可以连任。

公司不设监事会，设监事1人，由各方股东共同协商委派，公司监事依照法律规定的职责、权限对公司运行状况实施监督，依法维护公司 and 公司全体股东的合法权益，对股东负责并报告工作。监事的任期每届为三年，任期届满经委派可以连任。

公司设总经理一人，总理由董事会聘请。总经理直接对董事会负责，执行董事会的各项决定，组织领导公司的日常生产、技术和经营管理工作。副总经理协助总经理工作，当总经理不在时代行行使总经理的职责。公司日常工作中重要问题的决定应由总经理和副总经理联合签署方能生效，需要联合签署的事项，由董事会具体规定。总经理、副总经理的任期三年，经董事会聘请，可以连任。

总体看，公司法人治理结构较简单，符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，根据自身经营管理需要，公司设置了内审部、计划财务部、资金管理中心、营销品牌管理中心、成本管理中心、人力资源部、行政管理部、法务部、投资拓展部、运营管理中心、信息管理部和研发设计中心12个职能部门；以《公司章程》、现行各项管理制度和生产经营活动实际为基础，结合内部控制在现代企业中的应用现状，制定了相应的内部控制制度，为生产、经营、财务、监督检查、对外投资等各方面工作建立统一的内部

管理原则、风险评估框架和业务流程控制体系。

在内部控制方面，公司在财务管理、资金管理、投资管理、项目管理、招标采购等方面均建立了一系列的规章制度。公司内审部负责监督各项规章制度的运行，并对制度的修订提出合理化建议。内审部直接向董事会负责，独立运作。

在资金管理、投融资方面，公司建立了严格的审批流程及预算制度。公司各子公司的资金由总部统一调度和统筹安排使用，公司总部于每年末按照公司整体发展规划和下一年度经营计划制定下一年度的全面资金预算，对资金整体需求、资金保障计划提出可行方案。在资金管理上，公司严格执行预算管理，控制成本和支付进度。

在投资管理方面，公司投资拓展部负责管理公司各投资项目的论证、谈判、测算、方案制定和履行等工作，公司投资管理委员会负责对投资项目提出决策建议。公司制定了项目决策的管理流程，项目立项时需向总部投资拓展部提交包括项目评价因素报告在内的各项审批资料；项目通过立项后，由投资拓展部组织其他相关部门进行独立地市场调研，设计及项目测算，项目方案经分管公司领导讨论通过后，报投资管理委员会进行审批，审批通过后公司董事长决策。

在招标采购方面，公司根据业务需要、质量管理和成本管理的需要，制定了采购管理制度。通过分级管理办法，对大宗的采购项目公司实行集中招标采购，以降低采购成本，保证产品质量和供应的及时性。

在项目管理方面，公司对项目分公司负责人以责任书的方式确定考核指标，考核指标包括项目进度、质量、销售业绩、成本控制、内部管理等方面。公司总部各业务部门负责制定作业标准化技术指引和流程，要求各项目分公司统一执行，并对各项目公司进行业务指导和监督管理。

在人事管理方面，公司人事审批权集中在公司总部。部门经理以下人员，各子公司有招聘和推荐的权力，总部人事部门负责审批。部门经理以上的人员聘用由总部负责。

总体来看，公司相关管理制度较为健全，内部管理较为规范。

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，2017 年，公司营业收入 154.18 亿元，同比增长 58.12%，主要系当期结转收入项目规模较大所致；净利润 21.42 亿元，同比增长 45.43%，其中归属于母公司所有者的净利润 15.65 亿元，同比增长 87.92%。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务作为公司的主营业务，近两年在营业收入中占比均在 95%以上，主营业务突出。2017 年，公司房屋销售业务收入为 150.71 亿元，较上年增长 58.22%，主要系公司房地产销售结转面积增长所致；公司房屋销售业务收入占比为 97.75%，较上年变动不大。2017 年，公司物业服务收入为 2.84 亿元，较上年增长 68.77%，主要系随着公司物业管理面积与开发项目数量增加，物业管理规模增加所致；公司物业服务收入占比为 1.84%，较上年变动不大。2017 年，公司租赁收入为 0.64 亿元，较上年增长 11.38%，主要系公司持有的投资性房地产项目数量和出租面积增加所致；公司租赁收入占比为 0.41%，较上年变动不大。2017 年，公司其他业务收入规模很小，对公司整体经营业绩影响小。

从毛利率来看，2017 年，公司房屋销售毛利率为 31.42%，较上年变动不大；公司物业服务业务毛利率为 7.97%，较上年提升 3.85 个百分点，主要系公司管控成本所致；公司租赁服务业务与其他业务毛利率维持较高水平，2017 年分别为 93.94%和 99.94%。综上，2017 年公司综合毛利率为 31.25%，较上年变动不大。

表5 2015~2018年9月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	53.11	97.17	43.32	95.26	97.69	31.97	150.71	97.75	31.42	88.08	96.37%	34.33
物业服务	1.04	1.90	25.49	1.68	1.72	4.12	2.84	1.84	7.97	2.07	2.27%	8.41
租赁收入	0.45	0.82	98.39	0.57	0.59	94.77	0.64	0.41	93.94	1.24	1.36%	92.33
其他业务收入	0.06	0.12	100.00	0.0022	0.00	99.87	0.0033	0.00	99.94	-	-	-
合计	54.66	100.00	43.49	97.51	100.00	31.86	154.18	100.00	31.25	91.39	100.00	34.53

资料来源：公司提供

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 91.39 亿元，为 2017 年全年的 59.27%，毛利率为 34.53%，较 2017 年有所上升；净利润为 14.18 亿元，为 2017 年全年的 66.20%。

总体看，公司整体经营发展状态良好，收入规模有所扩大，2017 年公司毛利率整体仍保持较高水平。

2. 土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地获取、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地获取、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本（土地转让款及相关交易税费）、前期工程费用（含勘察费、设计费、报批报建费、造价咨询费、工程监理费等）、建安成本（含建安工程、安装装饰工程、红线内外市政配套工程等）、开发间接费用（含项目现场管理费及项目开发贷款可资本化财务利息）、配套工程及设施成本、工程管理成本等，其中土地成本和建安成本占比较高，合计约占 60%以上。

区域布局方面，2015 年，公司坚持区域深耕，着重开发海西经济区，主要包括厦门、泉州、龙岩等城市，2016 年逐步面向全国布局，并在 2017 年上半年提出“立足长三角、引领海西区、建树全中国”的目标。目前，公司已成功布局海西经济区（厦门）、长三角经济区（上海、南京、合肥）、华中经济区（武汉）和环渤海经济区（天津、青岛）等。未来，公司将持续聚焦区域深耕，以核心城市带动区域，稳步扩张。

在项目选择及土地收购环节，公司首先分析目标市场的经济及监管环境、人口数量及未来流入、市场容量及客户需求等各个方面，综合评判目标市场的价值；之后公司将对项目进行可行性研究，主要包括成本估算、投资分析及风险评估、成本以及未来收益估算等各个方面。最后由投资管理委员会决定是否进行投资或收购。

拿地方式方面，公司通过政府土地出让程序或通过第三方收购土地，获取土地使用权。近年来，随着招拍挂市场土地竞拍市场竞争激烈，公司加大收购力度。截至 2017 年末，公司收购项目的建筑面积占总土地储备建筑面积的比例为 22.39%。公司每年将上一年销售收入的 30%~50%作为购地预算用于新增土地储备。

2015 年，公司拟新增土地 4 宗，拿地规模较小，新增土地规划建筑面积 46.46 万平方米，总价 21.35 亿元，楼面均价 4,595.35 元/平方米。2016 年，公司新增土地 9 块，均为公司合营项目，主要通过招拍挂方式取得，新增土地面积为 65.79 万平方米（权益土地面积 30.75 万平方米），规划建筑面积为 146.11 万平方米（权益规划建筑面积 70.21 万平方米），楼面地价为 12,327.01 元/平方米，楼面均价较高，主要系公司新增上海与厦门楼面均价较高所致。2017 年，公司新增土地

19 块,新增土地面积为 113.13 万平方米(权益土地面积 53.77 万平方米),规划建筑面积为 229.36 万平方米(权益规划建筑面积 107.87 万平方米),楼面地价为 10,527.55 元/平方米,主要系公司在部分环一、二线城市卫星城中进行收购以及部分未来增长潜力较大的二线城市区域拿地所致。2018 年 1~9 月,公司新增土地 13 宗,土地面积 105.21 万平方米,规划建筑面积 225.40 万平方米,楼面均价 4,320.35 元/平方米,楼面均价大幅下降,系当期拿地多集中于苏州、唐山、泉州、惠州、扬州和亳州等二、三线城市,区域不同拿地成本大幅下降。

表6 2015~2018年9月公司新增土地储备情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
新增土地块数(宗)	4	9	19	13
新增土地面积(万平方米)	19.42	65.79	113.13	105.21
新增土地规划建筑面积(万平方米)	46.46	146.11	229.36	225.40
新增土地地价总额(亿元)	21.35	180.11	241.46	97.38
新增土地楼面均价(元/平方米)	4,595.35	12,327.01	10,527.55	4,320.35

资料来源:公司提供

截至 2017 年底,公司土地储备占地面积 322.63 万平方米,规划建筑面积 828.78 万平方米,对应权益规划建筑面积 476.42 万平方米,土地储备较充足。从公司土地储备的区域分布来看,截至 2017 年底,公司共在 13 个城市拥有土地储备,其中占比较大的城市为合肥、泉州和武汉。按权益建筑面积口径,位于合肥的土地储备建筑面积占比为 21.99%,位于泉州的土地储备建筑面积占比为 20.23%,位于武汉的土地储备建筑面积占比为 12.56%。从土地储备的均价来看,公司土地储备均价为 6,606.98 元/平方米,考虑到公司重点布局城市房地产均价,公司整体土地成本较合理;但公司位于厦门和杭州等热点城市的土地储备均价较高,未来区域限价等房地产政策可能对公司的项目利润的实现造成一定影响。

截至 2018 年 9 月底,公司土地储备规划建筑面积 1,103.11 万平方米,权益规划建筑面积 663.45 万平方米,土地储备充足。公司土地储备分布较为分散,权益规划建筑面积占比较大的有合肥(占 21.76%)、泉州(占 19.69%)、唐山(占 10.41%)等。从土地储备均价看(见附件 3),公司土地储备均价为 6,032.40 元/平方米,考虑到公司重点布局城市房地产均价,公司整体土地成本较合理;但公司位于厦门和杭州等热点城市的土地储备均价较高,未来区域限价等房地产政策可能对公司的项目利润的实现造成一定影响。

表7 截至2018年9月末公司土地储备情况(单位:万平方米、%、元/平方米)

所在城市	占地面积	建筑面积	权益建筑面积
上海	20.47	32.02	17.58
天津	31.99	42.23	23.53
南京	47.39	94.46	38.99
杭州	19.88	44.85	29.47
厦门	37.38	100.89	36.68
福州	7.17	19.59	14.92
合肥	77.81	240.76	144.39
武汉	16.86	59.82	39.04
苏州	49.45	91.27	27.60
重庆	19.45	25.10	25.10

惠州	13.28	44.95	27.18
泉州	34.30	130.66	130.66
新乡	5.17	25.84	13.18
漳州	7.66	21.08	9.47
舟山	10.96	23.05	3.46
唐山	28.79	76.75	69.08
扬州	8.01	18.45	7.38
亳州	6.30	11.34	5.67
合计	442.32	1,103.11	663.38

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，公司土地储备规模较充足，主要位于二线城市，部分位于一线和三线城市，从权益面积看，其中合肥、泉州、唐山和武汉等地区项目储备占比较高；公司位于上海、厦门和杭州等热点城市的土地储备均价较高，未来区域限价等房地产政策可能对公司的项目利润的实现造成一定影响，但整体土地成本较为合理。

3. 项目建设开发情况

公司房地产开发业务均以项目公司及下属子公司作为经营实体，公司对子公司及下属项目公司的建设、销售等环节均进行垂直管理。公司在进行合作开发时，一般操盘以及寻求控股地位，来控制项目开发中的风险。

在获取土地之后，公司进入规划及设计环节，首先公司将厘定项目市场定位，包括初步确定产品及客户定位，对项目进行初步规划及估值等方面。之后，公司将进一步深入设计概念并优化设计。最后，公司将综合利用设计控制平台等方面对设计质量进行控制和管理。

在初步完成设计后，公司开始施工前的准备及施工环节。施工前的准备主要包括获取相关许可证，主要包括建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证等证照，并通过招标委任的方式委任建筑承包商。在建设环节，公司将按照标准化和控制程序及工艺标准进行工程管理，并定期检查及评估施工进度。

从公司房地产开发建设情况看，新开工方面，2015~2017年，公司新开工面积波动增长，2017年，公司新开工面积为144.00万平方米，较2016年同比增长70.27%，主要系房地产市场景气度较高，公司加大开工力度所致；竣工方面，2016年公司竣工面积较小，主要系房地产项目开发开始施工至竣工交付的周期一般为2~3年，前期新开工的房地产项目集中竣工以及公司发生同一控制下企业合并，竣工面积未经追溯调整所致，2017年，公司竣工面积为85.99万平方米。2018年1~9月，公司新开工面积大幅增长至418.99万平方米，公司新开工规模大幅扩大，一方面系公司加速开发所致；另一方面公司将当期收购和禹洲地产集团内股权转让等方式增加的项目计入新开工面积所致（实际并非全部为2018年当年新开工），当期竣工54.80万平方米，截至2018年9月底，公司在建面积为869.78万平方米。

表8 2015~2018年9月公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
当期新开工面积	102.20	84.57	144.00	418.99
当期竣工面积	72.50	28.69	85.99	54.80
期末在建面积	391.70	447.58	505.59	869.78

资料来源：公司提供

从公司在建项目情况来看，公司项目主要分布于上海、天津、南京、杭州、厦门、合肥、福州等发达一、二线城市。截至 2018 年 9 月底，公司并表在建项目 20 个，总建筑面积 497.35 万平方米，权益总投资 295.70 亿元，已投资 229.10 亿元，尚需权益投资 66.63 亿元。公司并表拟建项目 8 个，尚需权益投资 45.56 亿元。公司非并表的合作开发在建/拟建项目 34 个，尚需权益投资 94.58 元，公司面临一定的资金压力。

表 9 截至 2018 年 9 月末公司主要在建/拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在城市	总建筑面积	权益总投资额	权益已投资额	权益待投资额
并表在建项目					
雍贤府	上海	17.48	21.25	20.79	0.46
津南（挂）2016-08 地块	天津	9.52	18.86	15.21	3.65
南京溧水地块	南京	8.32	6.13	3.34	2.79
禹洲江宁项目 G59 地块	南京	17.99	6.12	4.07	2.05
禹洲·中央广场	合肥	91.87	26.33	24.06	2.27
禹洲·天玺	合肥	59.17	26.82	25.85	0.98
禹洲瑶海项目 E1601	合肥	23.49	34.54	29.99	4.56
禹洲瑶海项目 E1602	合肥	5.93	9.80	9.18	0.63
禹洲新站项目 XZQTD175	合肥	35.71	25.12	20.34	4.78
萧政储出（2017）3 号地块	杭州	14.98	41.89	32.71	9.18
禹洲五经山水大观	惠州	22.58	7.15	4.42	2.73
禹洲城市广场 8#地块	泉州	21.49	4.45	3.63	0.82
禹洲城市广场 7#地块	泉州	17.59	7.60	2.55	5.05
禹洲城市广场 5#地块	泉州	15.02	3.80	3.80	-
禹洲城市广场 6#A 地块	泉州	23.98	6.43	6.43	-
禹洲城市广场 10#A	泉州	7.27	3.98	1.25	2.73
南安 2017P18 地块	泉州	5.24	3.72	1.69	2.03
嘉誉府（安溪官桥镇 2013-21 地块）	泉州	14.04	7.38	5.44	1.94
禹洲唐山项目	唐山	76.75	31.58	13.07	18.51
翔安 2013XP05 地块	厦门	8.93	2.75	1.28	1.47
小计		497.35	295.70	229.10	66.63
并表拟建项目					
北碚区北碚组团 I 分区 I 18-01/04、I 11-01-2/05 号宗地	重庆	25.10	26.19	13.96	12.23
同安环东海域 2017TP03 地块	厦门	4.28	18.20	14.08	4.12
朗廷湾（福州高新 2018-01 项目）	福州	5.85	8.51	5.76	2.75
禹洲城市广场 2#B	泉州	4.25	2.33	0.76	1.57
禹洲城市广场 10#B	泉州	10.71	5.87	1.03	4.84
禹洲城市广场 12#	泉州	11.07	6.07	1.08	4.99
02-027-135 号地块	新乡	25.84	9.85	2.51	7.34
禹洲惠州东润项目	惠州	22.37	9.45	1.73	7.72
小计		109.47	86.47	40.91	45.56
合作在建/拟建项目					
禹洲闵行项目	上海	9.08	9.78	9.53	0.25
禹洲·东滩雍禧	上海	5.46	8.84	7.79	1.05
天津西青项目	天津	10.85	4.73	3.87	0.86
天津滨海项目	天津	8.97	3.99	2.23	1.76

津南（挂）2016-07 地块	天津	5.45	8.16	3.56	4.6
禹洲天津 05 项目	天津	7.44	7.44	4.31	3.13
吉庆里	南京	11.29	2.8	2.8	-
时光春晓（江宁 G71）	南京	6.45	0.55	0.41	0.14
禹洲·金陵铭著（前称江宁项目 G57）	南京	7.96	5.68	5.28	0.4
禹洲·滨湖里（前称江宁项目 G58）	南京	12.39	4.65	4.03	0.62
禹洲溧水项目 2017G19	南京	14.66	4.8	2.69	2.11
南京高淳 2018G04-06 地块	南京	26.69	12.17	4.86	7.31
禹洲杭州项目	杭州	29.87	29.81	29.13	0.68
厦门灌口项目	厦门	8.53	17.15	15.24	1.91
禹洲国际大酒店	厦门	10.21	5.93	5.93	-
海沧万科城	厦门	57.02	3.26	3.26	-
同安 T2017P01 项目	厦门	11.92	11.7	8.85	2.85
禹洲城（乐彩中心）	合肥	10.92	4.62	4.48	-
禹洲蜀山项目	合肥	10.1	5.83	5.05	0.78
新站 XZQTD176 地块	合肥	14.49	6.53	5.84	0.69
禹洲仓山项目	福州	13.74	14.7	12.76	1.94
禹洲太仓项目	苏州	11.12	4.89	3.05	1.84
禹洲吴中太湖项目 2017WG23	苏州	34.65	19.8	11.42	8.38
禹洲相城项目 2017WG14	苏州	5.83	5.1	3.03	2.07
禹洲望亭镇项目 2017WG26	苏州	5.17	3.07	2.11	0.96
禹洲吴江项目 2017020	苏州	6.67	7.65	5.36	2.29
2017WG59#地块	苏州	20.18	7.55	5.43	2.12
苏地 2017-WG-58 号地块	苏州	7.65	3	2.42	0.58
南太子湖项目	武汉	59.82	56.95	25.67	31.28
漳州 2017P07 地块	漳州	11.64	10.77	7.21	3.56
漳州 2017P04 地块	漳州	9.44	8.96	5.83	3.13
禹洲舟山项目	舟山	23.05	5.4	2.51	2.89
788 号地块	扬州	18.45	4.86	2.64	2.22
涡阳 GY2017-92 号地块	亳州	11.34	3.69	1.51	2.18
小计		518.50	314.81	220.09	94.58
合计		1,125.32	696.98	490.10	206.77

资料来源：公司提供

总体看，公司项目主要分布于上海、天津、南京、杭州、厦门、合肥、福州等发达一、二线城市，近年来公司新开工节奏有所加快；公司在建/拟建项目数量较多，总投资规模较大，未来面临着较大的资金压力。

4. 房产销售情况

公司采用以自主销售为主、代理销售为辅的销售模式。公司设有营销及品牌管理部门，主要负责制定营销及销售策略、推广“禹洲”品牌、进行市场研究、管理整个销售流程、管理客户关系以及向销售代理提供销售指引等事宜。公司专职营销管理团队协助实现营销目标及策略，同时维持各项销售策略的灵活性。此外，公司还通过房地产销售代理销售部分物业项目，代理是公司在审慎考虑其对公司项目及相关地区市场的了解、营销策略及市场份额后进行筛选。

公司房地产项目主要以面向刚性需求及刚性改善型需求的客户为主。从销售情况看，受房地产市场景气度较高影响，公司 2017 年合同销售面积及销售金额分别为 174.09 万平方米和 292.65

亿元，分别同比增长 46.48%和 89.90%；2017 年，公司合同销售均价为 16,810.21 元/平方米，同比增长 29.64%，主要系项目所在区域房地产市场景气度较高所致。2016~2017 年，公司销售回款率分别为 101.20%和 76.92%，2017 年下降主要系银行信贷收缩所致。

公司房地产项目主要以面向刚性需求及刚性改善型需求的客户为主。从销售情况看，受房地产市场景气度较高影响，公司 2015~2017 年销售面积和销售金额均持续大幅增长，2017 年合同销售面积及销售金额分别为 174.09 万平方米和 292.65 亿元，分别同比增长 46.48%和 89.90%；销售均价方面，2016 年公司销售均价较 2015 年增长较小，2017 年公司合同销售均价为 16,810.21 元/平方米，同比增长 29.64%，主要系项目所在区域房地产市场景气度较高所致。2015~2017 年，公司销售回款率分别为 98.34%、101.20%和 76.92%，2017 年下降主要系银行信贷收缩所致。2018 年 1~9 月，公司签约销售面积和销售金额分别为 138.87 万平方米和 214.05 亿元，分别完成 2017 年全年规模的 79.77%和 73.14%，销售均价下降至 15,413.35 元/平方米，当期销售的老城里项目 2017 年主要为住宅和商铺销售，2018 年三季度销售的为住宅和车位；春江郦城、禹洲中央海岸、禹洲·中央城等项目当期销售的均为车位，物业品类差异导致 2018 年 1~9 月销售均价相对有所下降；2018 年 1~9 月销售回款率有所回升，为 81.29%（全口径数据），未来公司将会采取实施优惠政策、增加首付比例等积极的销售策略来应对。

表 10 2015~2018 年 9 月公司销售概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
签约销售面积（万平方米）	67.31	118.85	174.09	138.87
签约销售金额（亿元）	80.94	154.11	292.65	214.05
签约销售均价（元/平方米）	12,024.96	12,966.76	16,810.21	15,413.35
销售回款率（%）	98.34	101.20	76.92	81.29
结转收入面积（万平方米）	46.02	93.96	134.56	74.62
结转收入（亿元）	53.11	95.26	150.71	88.08

资料来源：公司提供

注：1. 销售回款率=销售回款/签约销售金额，销售回款包含跨期回款；2. 2015~2017 年销售回款率为公司操盘项目的销售回款率；2018 年回款率统计口径修改为全口径数据；3. 签约销售数据包含非并表项目且均按全口径统计

从公司可售项目情况来看，截至 2018 年 9 月末，公司在售项目待售面积（未包含拟建项目）为 316.87 万平方米，从近几年签约销售情况来看，公司剩余可售面积相对尚可；根据公司的战略规划，公司近年来加大开工力度，加快开发节奏，考虑到公司的在建项目规模和土地储备情况，公司的持续开发经营情况尚可。公司部分项目去化率较低，主要系获取预售证时间较短所致。从区域分布看，公司可售项目大部分位于合肥、泉州、厦门和上海地区，销售价格易受区域房地产市场波动影响，需持续关注上述地区项目的销售情况和该区域未来的房地产政策。

表 11 截至 2018 年 9 月末可售项目情况（单位：万平方米、元/平方米）

序号	项目名称	所在城市	总可售面积	已售面积	销售均价
1	禹洲书院海天广场	上海	10.05	5.20	13,480.77
2	禹洲·商业广场	上海	13.60	6.77	12,998.52
3	禹洲·老城隍庙	上海	12.65	11.94	29,514.24
4	禹洲·丁香里（前称徐行项目）	上海	7.95	6.44	31,521.74
5	禹洲尊府二期	天津	15.4	10.16	8,525.55
6	春江郦城一期	厦门	16.3	13.14	23,919.33
7	春江郦城二期	厦门	14.22	7.62	25,065.62

8	禹洲·中央海岸（A2 地块）	厦门	18.13	15.49	18,670.11
9	禹洲·卢卡小镇	厦门	18.64	13.75	23,883.64
10	禹洲·剑桥学苑	福州	16.94	13.69	9,486.32
11	禹洲·中央城	合肥	34.11	34.07	12,312.89
12	禹洲城市广场 2#C 办公楼	泉州	2.85	2.85	7,333.33
13	城上城二期	龙岩	43.53	43.53	5,881.00
14	雍贤府	上海	17.48	10.24	35,312.50
15	禹洲江宁项目 G59 地块	南京	17.99	14.22	12,665.26
16	吉庆里	南京	11.29	11.27	34,614.02
17	禹洲·中央广场	合肥	91.87	68.95	7,554.75
18	禹洲·天玺	合肥	59.17	48.89	9,016.16
19	禹洲瑶海项目 E1601	合肥	23.49	0.63	15,873.02
20	禹洲·五经山水大观	惠州	22.58	3.05	10,754.10
21	禹洲城市广场 8#地块	泉州	21.49	14.41	7,973.63
22	禹洲城市广场 7#地块	泉州	17.59	17.13	8,201.98
23	禹洲唐山项目	唐山	76.75	18.17	9,713.81
24	禹洲闵行项目	上海	9.08	2.39	45,355.65
25	禹洲·东滩雍禧	上海	5.46	3.59	34,958.22
26	天津西青项目	天津	10.85	9.71	20,679.71
27	天津滨海项目	天津	8.97	8.02	12,281.80
28	禹洲·金陵铭著	南京	7.96	6.90	30,333.33
29	禹洲杭州项目	杭州	29.87	25.97	30,966.50
30	海沧万科城	厦门	57.02	44.83	15,465.09
31	禹洲城（乐彩中心）	合肥	10.92	8.56	9,521.03
32	禹洲蜀山项目	合肥	10.1	4.56	15,131.58
33	新站 XZQTD176 地块	合肥	14.49	7.32	14,385.25
34	禹洲吴中太湖项目 2017WG23	苏州	34.65	1.69	18,579.88
35	禹洲仓山项目	福州	13.74	8.72	29,575.69
36	漳州 2017P04 地块	漳州	9.44	0.25	35,600.00
37	禹洲舟山项目	舟山	23.05	1.60	17,562.50
38	弘阳禹洲时光春晓	南京	6.45	4.24	23,207.55
合计		--	836.12	519.25	15,245.51

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：表格数据包含在建项目和完工项目，未包含拟建项目。

总体看，受房地产市场景气度较高影响，公司近年销售状况良好。公司剩余可售面积相对尚可，同时随着在建拟建项目进度的不断推进，能够补充部分可售货源。

4. 物业服务与租赁业务

物业服务业务主要由公司二级子公司禹洲物业服务有限公司（以下简称“禹洲物业”）经营，禹洲物业具备国家一级物业管理资质。禹洲物业主要为公司的住宅类房地产项目提供后续物业管理服务。2017 年，禹洲物业实现物业服务收入为 2.84 亿元，较上年增长 68.77%，主要系公司房地产开发项目数量和面积不断增加所致。

公司租赁业务收入主要来自于公司所自持的商业物业及住宅配套停车场、幼儿园等资产对外出租所实现的租金收入。2017 年，公司实现租赁收入 0.64 亿元，较上年增长 11.38%，主要系公司对外出租资产不断增加所致。

总体看，公司物业服务与租赁业务规模一般。

5. 经营效率

2017 年，公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率均有所上升，分别为 0.52 次、0.44 次和 0.35 次，主要系结转项目规模大幅增长所致。从同行业上市公司同期经营指标比较的情况看，公司整体经营效率指标处于行业较高水平，具体如下表所示。

表12 房地产开发类上市公司2017年经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
滨江集团	0.38	0.28	0.25
阳光城	0.25	0.21	0.20
蓝光发展	0.32	0.33	0.29
禹洲鸿图	0.54	0.46	0.36

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind 数据，存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率水平较高。

6. 经营关注

（1）公司位于上海、厦门和杭州等热点城市的土地储备均价较高，区域限价等房地产政策可能对公司的项目利润的实现造成一定影响。由于信贷收缩，自 2017 年来，公司销售回款率有所下降。

（2）截至 2017 年底，公司主要在建/拟建项目权益总投资额为 554.68 亿元，已投资金额为 336.39 亿元，尚需投资 218.29 亿元，规模较大，公司存在一定的资本支出压力。

（3）公司位于合肥、泉州和武汉地区的土地储备占比较大，可售项目大部分位于合肥、泉州、厦门和上海地区，上述区域房地产景气度以及房地产调控政策可能会对公司经营造成一定影响。

7. 未来发展

结合宏观经济形势和公司管理层对房地产行业未来趋势的分析，2017 年，公司提出“区域深耕，全国领先”的战略发展目标，以长三角、海西区、粤港澳大湾区、环渤海及华中五大都市圈为基础，聚焦圈内一二线城市及卫星城，形成了全国化的战略布局，充分发挥竞争优势，把握市场机遇，开拓多元购地方式，实现稳健扩张。

区域方面，公司将依托上海作为全国乃至全球金融、人才、资讯交流中心的区位优势，继续围绕一二线城市，聚焦核心城市——上海、合肥、南京、杭州、天津、厦门、福州，加速并提升长三角区域布局，继续巩固海西龙头地位，加速发展环渤海及华中市场，积极开拓珠三角区域及香港市场。

产品方面，公司未来将继续做好区域研究及产品、客户定位，坚持以客户为中心，不断推动产品及服务升级，以满足不同客户群需求。公司将继续积极开发中端产品，以迎合首次置业的刚性需求以及中高收入人士的改善性住房需求，开发高性价比、高舒适性的住宅，并配套齐全的社区、物业服务。公司未来将继续致力于提升物业销售和投资性物业收入的比重，以物业销售为主，选择性地持有一、二线城市核心路段的商场、酒店、写字楼等投资性物业，以带来稳定现金流。

总体看，公司战略结合自身发展历史和当前行业环境，符合未来房地产行业发展方向，能够支持公司的可持续发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年财务报表均已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2018 年三季度报未经审计。公司财务报表根据财政部最新企业会计准则编制。

从合并范围看，2015 年公司投资设立子公司 6 家，无处置子公司；2016 年公司投资设立子公司 14 家，处置子公司 5 家，2017 年，公司合并范围新增子公司 9 家，不再纳入合并范围子公司 4 家；2018 年 1~9 月，公司新纳入合并报表范围的子公司 26 家，不再纳入合并范围子公司 4 家。截至 2018 年 9 月末，公司合并范围内子公司 104 家。由于公司主业未发生变化，故财务数据可比性较强。

截至 2017 年末，公司合并范围资产总额 459.38 亿元，负债合计 317.48 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）141.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 82.13 亿元。2017 年，公司实现营业收入 154.18 亿元，净利润（含少数股东损益）21.42 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 15.65 亿元；公司经营活动现金流量净额为 22.10 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.41 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司合并范围资产总额 550.47 亿元，负债合计 383.20 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）167.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 93.48 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 91.39 亿元，净利润（含少数股东损益）14.18 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.35 亿元；经营活动现金流量净额为 17.49 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.20 亿元。

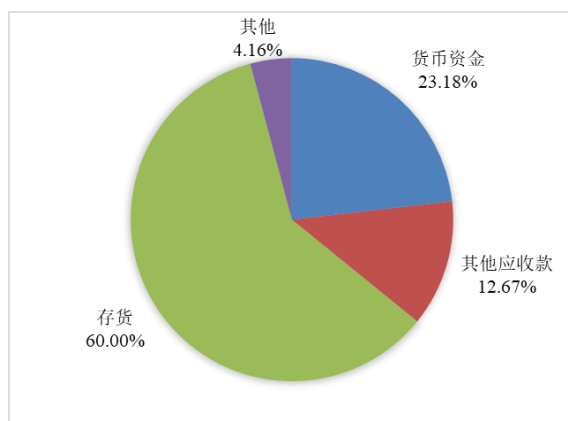
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 24.90%，截至 2017 年末，公司资产总额 459.38 亿元，较年初增长 12.02%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产和非流动资产分别占 77.00%和 23.00%，以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 15.87%，截至 2017 年末，公司流动资产 353.73 亿元，较年初增长 2.93%，变动较小；公司流动资产以货币资金（占 23.18%）、其他应收款（占 12.67%）和存货（占 60.00%）为主。

图 6 截至 2017 年末公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 29.61%，截至 2016 年底，公司货币资金 88.70 亿元，较年初增长 81.76%，主要系公司销售回款及筹资所致。截至 2017 年末，公司货币资金 81.98 亿元，较年初下降 7.57%，主要系投资支付现金及取得子公司支付现金规模较大所致。公司货币资金中银行存款占 94.63%，其他货币资金占 5.37%，其他货币资金为按揭保证金、履约保证金等受限货币资金。公司货币资金受限比例较低。

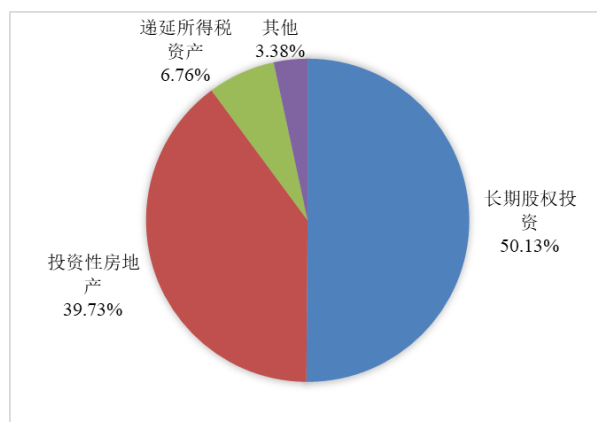
2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 41.15%，截至 2016 年底，公司其他应收款 54.58 亿元，较年初增长 142.68%，主要系往来款增长所致。截至 2017 年末，公司其他应收款 44.81 亿元，较年初下降 17.91%，主要系关联方往来款减少所致。截至 2017 年末，公司其他应收款中关联方往来款占 25.07%，其他往来款占 69.20%，其余为保证金等；应收其他往来款为公司向被收购方提前支付的股权收购价款以及支付给项目合作方用于项目建设的款项等，均与公司业务相关；公司其他应收款中其他往来款占比较大，存在一定资金占用。公司经营性其他应收款前五名共占 46.65%，第一名厦门市滨溪置业有限公司为公司的联营企业（持股比例为 15.00%），占比较大为 19.24%。截至 2017 年末，公司其他应收款累计计提坏账准备 0.56 亿元，系公司应收志高实业（龙岩）有限公司 0.56 亿元，因后者无法履行义务并已被法院列为失信人，公司除收回的 422.14 万元外均计提坏账准备所致。

2015~2017 年，公司存货持续增长，年均复合增长 8.15%，截至 2017 年末，公司存货 212.22 亿元，较年初增长 9.16%，主要系开发推进，开发成本增长所致。其中开发成本和开发产品分别占账面余额的 78.61%和 21.39%。公司存货共计提跌价准备 1.35 亿元，主要系禹洲书院海天广场、蓝爵、卢卡小镇一期和禹洲国际大厦-金桥国际一期等项目的车位售价无法覆盖会计计量成本所致，公司跌价准备计提比例为 0.63%。公司存货中因抵押而受限 68.68 亿元，受限比例为 32.36%，受限比例尚可。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 84.60%，截至 2017 年末，公司非流动资产合计 105.65 亿元，较年初大幅增长 59.08%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。公司非流动资产以长期股权投资（占 50.13%）、投资性房地产（占 39.73%）和递延所得税资产（占 6.76%）为主。

图 7 截至 2017 年末公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 655.57%，截至 2017 年末，公司长期股权投资 52.96 亿元，较年初大幅增长 147.76%，主要系合并开发项目增多以及项目公司合作

方增资后，导致不再纳入合并范围转而计入长期股权投资所致。公司 2016~2017 年权益法核算的长期股权投资收益分别为 1.06 亿元和 0.16 亿元，2017 年投资收益规模较小主要系合作开发项目仍处于在建或拟建，尚未竣工结算确认收入，部分被投资单位 2017 年实现净利润为负所致。公司因担保和质押而受限的长期股权投资 0.80 亿元，受限规模小。

公司投资性房地产按公允价值计量，2015~2017 年持续增长，年均复合增长率为 35.80%，截至 2017 年末，公司投资性房地产 41.98 亿元，较年初增长 20.65%，主要系存货转入和评估价值增值共同影响所致。公司投资性房地产主要分布在上海、厦门、合肥和泉州，评估均价为 1.06 万元/平方米，公司投资性房地产所在地区经济情况和房地产市场发展情况较好，评估价格较为合理。

表 13 截至 2017 年底公司投资性房地产情况（单位：万元、平方米、万元/平方米）

城市	物业名称	物业类型	评估价值	物业面积	评估均价
上海	金桥国际一期	商铺	1.08	0.38	2.92
	金桥国际二期	商铺	1.02	0.32	3.18
	金桥国际四期	商铺、办公楼（租赁）、停车场	3.61	2.25	1.61
	禹洲商业广场	商铺	4.61	4.39	1.05
	禹洲书院海天广场	商铺	3.35	2.62	1.28
	禹洲金融大厦	商铺、办公楼、停车场	6.15	3.42	1.80
	金桥国际三期	商铺	0.55	0.18	3.00
	小计		20.37	13.55	1.50
厦门、合肥	华侨金海岸 A 区	商铺	2.14	2.31	0.93
	华侨金海岸 B 区	商铺	2.16	2.28	0.95
	禹洲·尊海	幼儿园	0.34	0.39	0.88
	禹洲·中央海岸	商铺	3.90	2.46	1.59
	禹洲中央广场 mall 金街	商铺	5.21	6.85	0.76
	小计		13.76	14.28	0.96
泉州	禹洲城市广场 1#A	商铺	3.33	1.94	1.72
	禹洲城市广场 2#C 办公楼	写字楼	0.58	0.87	0.67
	城市广场 MALL	商铺	3.94	8.81	0.45
	小计		7.85	11.62	0.68
合计			41.98	36.45	1.06

数据来源：公司提供

2015~2017 年，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长 50.77%，截至 2017 年末，公司递延所得税资产 7.14 亿元，较年初增长 10.16%，系房地产项目销售，可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2017 年末，公司受限资产 73.88 亿元，其中因作为保证金而受限的货币资金 4.40 亿元，因抵押而受限存货 68.68 亿元，因担保和质押而受限长期股权投资 0.80 亿元。整体资产受限比例为 16.08%，受限比例不高。

截至 2018 年 9 月末，公司资产合计 550.47 亿元，较年初增长 19.83%，主要系存货增加所致，其中流动资产和非流动资产分别占 78.21%和 21.79%，流动资产占比略有上升。

总体看，伴随地产项目建设，公司资产规模增长，资产结构以流动资产为主；货币资金较充足，流动性尚可；其他应收款中非关联企业往来款占比较大，存在一定资金占用；非流动资产以长期股权投资和投资性房地产为主，公司资产结构符合房地产企业特征。公司资产受限比例不高，整体资产质量较好。

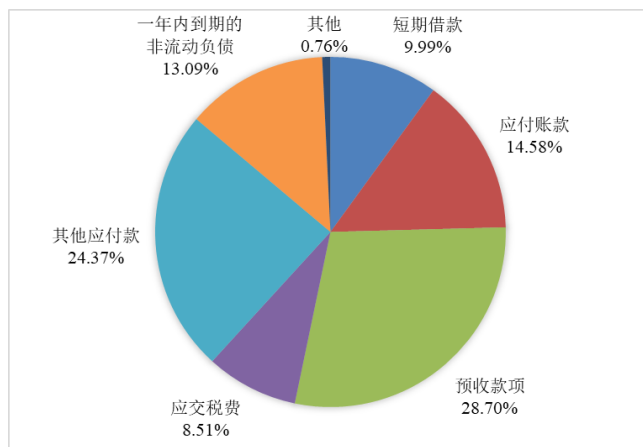
3. 负债及所有者权益

2015~2017 年，公司负债持续增长，年均复合增长 24.10%，截至 2017 年末，公司负债合计 317.48 亿元，较年初增长 7.11%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债和非流动负债分别占 77.74%和 22.26%，公司负债结构以流动负债为主。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 44.20%，主要系其他应付款增长、新增短期借款，以及长期债务即将到期转入一年到期的非流动负债所致，截至 2017 年末，公司流动负债 246.82 亿元，较年初增长 29.40%。公司流动负债以短期借款（占 9.99%）、应付账款（占 14.58%）、预收款项（占 28.70%）、应交税费（占 8.51%）、其他应付款（占 24.37%）和一年内到期的非流动负债（占 13.09%）为主。

图 8 2017 年末公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2015 年底公司短期借款 1.50 亿元，2016 年底无短期借款，截至 2017 年底，公司新增短期借款 24.66 亿元，其中抵押保证借款 19.48 亿元，抵押保证质押借款 5.18 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 5.28%，截至 2016 年底，公司应付账款 39.45 亿元，较年初增长 21.45%，系项目建设推进，应付工程款增长所致。截至 2017 年底，公司应付账款 36.00 亿元，较年初小幅下降 8.74%，系工程款结算所致。公司应付账款中 87.20%为应付工程款，11.88%为应付货款。

2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 37.56%，截至 2016 年底，公司预收款项 94.62 亿元，较年初大幅增长 152.78%，系当期并表地产项目销售增长所致。截至 2017 年末，公司预收款项 70.83 亿元，较年初下降 25.15%，主要系当期并表项目的合约销售小于结转金额以及当期销售回款率下降所致。公司预收款项中 99.30%为售房款，其余为租金和物业管理费。

2015~2017 年，公司应交税费持续增长，年均复合增长 53.34%，主要系应付增值税和应付土地增值税增长所致，截至 2017 年末，公司应交税费 21.00 亿元，较年初大幅增长 44.63%，其中应付增值税占 22.64%、应付企业所得税占 38.94%、应付土地增值税占 37.06%。

2015~2017 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 62.24%，主要系关联方往来款大幅增长所致，截至 2017 年末，公司其他应付款 60.15 亿元，较年初大幅增长 108.85%。公司其他应付款中，应付关联方往来款占 54.88%，应付其他往来款占 36.65%，其余为押金、定金保证金和股权转让款等。

公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 47.74%，截至 2016 年底为 11.90 亿元，较年初下降 19.65%，当期转入的非流动的负债规模较小。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债 32.32 亿元，较年初增长 171.65%，主要系债券即将到期转入所致。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 10.11%，截至 2016 年底，公司非流动负债 105.66 亿元，较年初增长 20.83%，主要系公司发行公司债券所致；截至 2017 年末，公司非流动负债合计 70.66 亿元，较年初下降 33.12%，系长期借款和应付债券均有所下降所致。其中，长期借款占 15.70%、应付债券占 70.38%、递延所得税负债占 13.93%。

2015~2017 年，公司长期借款持续下降，年均复合下降 41.71%，主要系公司长期借款融资规模减少以及部分长期借款即将到期转至一年内到期的非流动负债所致，截至 2017 年末，公司长期借款 11.09 亿元，较年初下降 63.38%。公司长期借款中抵押借款占 26.41%，保证借款占 21.22%，抵押保证借款占 37.02%，质押保证借款占 15.35%（以上占比口径包含一年内到期部分）。公司长期借款中 2019 年到期部分 3.50 亿元，2020 年到期部分 3.97 亿元，2027 年到期部分 3.33 亿元，公司长期借款到期分布较为分散。

2015~2017 年，公司应付债券波动中略有增长，年均复合增长 0.20%，截至 2016 年底，公司应付债券 69.48 亿元，较年初增长 40.28%，系当期发行公司债券所致；截至 2017 年末，公司应付债券 49.73 亿元，较年初下降 28.42%，主要系即将到期的债券转至一年内到期的非流动负债所致。15 禹地产于 2018 年 10 月 15 日到期，当前余额为 19.91 亿元，已转至一年内到期的非流动负债；16 禹地产于 2018 年 6 月 8 日到达回售日，截至本报告出具日，16 禹地产无回售，将于 2019 年 6 月到期；若假设 15 禹洲 01 全额回售，公司 2018 年到期部分的公司债券本金为 49.91 亿元，金额较大，公司目前正在筹备兑付和回售相关工作。

表 14 截至 2017 年底，公司存续公司债券情况（单位：亿元、年）

债券简称	发行时间	发行规模	期限	2017 年底余额	回售时间	到期时间
15 禹地产	2015/10/15	20.00	2+1	19.91	2017/10/15	2018/10/15
15 禹洲 01	2015/12/07	30.00	3+2	30.00	2018/12/07	2020/12/07
16 禹地产	2016/06/08	20.00	2+1	20.00	2018/06/08（无回售）	2019/06/08

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

注：15 禹地产已转至一年内到期非流动负债

截至 2017 年末，公司递延所得税负债 9.84 亿元，较年初增长 67.19%，主要系投资性房地产公允价值变动导致应纳税暂时性差异所致。

截至 2017 年末，公司全部债务 117.80 亿元，较年初增长 5.49%，变动不大。其中短期债务占 48.37%，长期债务占 51.63%，债务结构有待调整。截至 2017 年末，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 69.11%、45.36%和 30.00%，分别较年初下降 3.17 个百分点、4.19 个百分点和 16.74 个百分点，公司债务指标均有所下降，公司债务负担尚可。

截至 2018 年 9 月末，公司负债合计 383.20 亿元，较年初增长 20.70%，流动负债和非流动负债均有所增长，占比分别为 70.23%和 29.77%，非流动负债占比有所上升。截至 2018 年 9 月末，

公司全部债务 159.59 亿元，较年初增长 35.48%，主要系长期借款增长所致。短期债务和长期债务分别占 32.36%和 67.64%，长期债务占比有所上升。公司资产负债率微升至 69.61%，全部债务资本化比率微增至 48.82%，长期债务资本化比率上升至 39.22%。

总体看，公司负债结构以流动负债为主；公司整体债务负担尚可；公司 2017 年新增较大规模的短期债务，债务结构中短期债务占比高，2018~2020 年公司需偿付较大金额的公司债券，公司债务结构有待调整。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 26.77%，主要系未分配利润以及少数股东权益增长所致，截至 2017 年末，公司所有者权益 141.90 亿元，较年初增长 24.83%。其中，归属于母公司所有者权益占 57.88%，归属于母公司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 18.26%、1.68%、13.49%、2.47%和 64.11%。截至 2017 年末，公司实收资本和资本公积较年初均无变化，分别为 15.00 亿元和 1.38 亿元；其他综合收益 11.08 亿元，较年初增长 4.19%，主要系计入存货的房地产转到投资性房地产改为公允价值计量所致；未分配利润 52.65 亿元，较年初增长 40.80%，主要系利润积累所致。截至 2017 年末，公司少数股东权益 59.77 亿元，较年初增长 25.87%，主要系合作开发项目增多所致。

截至 2018 年 9 月末，公司所有者权益合计 167.27 亿元，较年初增长 17.88%，主要系未分配利润增加所致，归属于母公司所有者权益占 55.89%，占比微降，公司所有者权益结构变动不大。

总体看，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。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 67.95%，公司结转收入的项目规模持续增长，2017 年公司营业收入 154.18 亿元，同比增长 58.12%；同期，营业成本年均复合增长 85.26%，2017 年公司营业成本 106.00 亿元，同比增长 59.54%。近三年，公司营业利润持续增长，年均复合增长 34.31%，2017 年营业利润 28.55 亿元，同比增长 45.55%；净利润持续增长，年均复合增长 33.74%，2017 年为 21.42 亿元，同比增长 45.43%，其中归属于母公司所有者的净利润年均复合增长 46.26%，2017 年为 15.65 亿元，同比增长 87.92%。

2015~2017 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 57.10%，主要系销售费用和管理费用增长所致，其中 2017 年公司费用总额 6.48 亿元，同比增长 47.35%，销售费用、管理费用和财务费用分别占 53.81%、41.23%和 4.96%。2015~2017 年，公司销售费用持续增长，主要系当期销售规模增长所致，年均复合增长 48.14%，2017 年为 3.49 亿元，同比增长 66.09%；管理费用持续增长，年均复合增长 58.05%，主要系项目开发规模扩大导致项目管理费和员工薪酬增长所致，2017 年为 2.67 亿元，同比增长 101.31%；财务费用波动增长，分别为-0.03 亿元、0.97 亿元和 0.32 亿元，公司费用化利息呈波动态势。

2015~2017 年，公司投资收益分别为 0.84 亿元、1.15 亿元和 0.49 亿元，2017 年下降主要系当期合作开发项目仍处于在建或拟建，尚未竣工结算确认收入，权益法核算下的长期股权投资收益下降所致，分别占当期营业利润的 5.31%、5.87%和 1.70%，影响较小。同期，公司公允价值变动收益分别为 0.53 亿元、0.08 亿元和 1.90 亿元，主要系投资性房地产价值增值所致，分别占当期营业利润的 3.37%、0.42%和 6.66%。公司投资收益和公允价值变动对利润的影响不大。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 32.24%、23.98%和 21.67%持续下降；总资产收益率分别为 8.36%、8.27%和 9.16%，总资产报酬率分别为 6.36%、6.19%和 6.77%，波动

中均有所上升；净资产收益率分别为 14.59%、14.59%和 16.76%，有所上升。

从同行业对比来看，公司盈利指标处于行业较好水平。

表15 2017年部分房地产公司相关指标比较（单位：%）

指标名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
滨江集团	30.40	12.64	5.62
阳光城	25.08	12.75	2.30
蓝光发展	25.04	11.14	2.56
禹洲鸿图	31.25	20.89	6.84

资料来源：wind资讯

注：为方便同行业对比，本表数据直接引用wind资讯，与本报告口径略有差异。

2018年 1~9 月，公司实现营业收入 91.39 亿元，为上年全年的 59.27%；净利润为 14.18 亿元，为上年全年的 66.20%。

总体看，伴随公司结转项目增加，公司收入和利润规模均有所增长；公司期间费用增长较快；公允价值变动损益和投资收益对公司利润影响较小。公司盈利指标有所上升，处于行业较好水平，整体盈利能力较好。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 50.09%，主要系业务规模增长所致，2017 年为 1,020.23 亿元，同比增长 8.72%；其中销售商品提供劳务收到现金分别为 71.15 亿元、158.88 亿元和 128.97 亿元，2017 年下降主要系银行信贷收缩，公司销售回款下降所致；收到其他与经营活动有关的现金持续增长，主要为往来款和保证金及押金，2017 年为 891.26 亿元，同比增长 14.33%，主要系收到保证金和押金等增长所致。近三年，经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 40.18%，2017 年为 998.13 亿元，同比增长 10.61%；其中购买商品、接受劳务支付现金持续增长，年均复合增长 9.24%，2017 年为 99.17 亿元，同比增长 15.25%，主要系地产项目建设推进所致；近三年，公司支付其他与经营活动有关的现金持续增长，年均复合增长 45.86%，主要为往来款和保证金及押金，2017 年为 873.23 亿元，同比增长 9.10%，主要系支付保证金或押金增长所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为-55.02 亿元、36.06 亿元和 22.10 亿元，由净流出变为净流入，但 2017 年净流入规模有所下降。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入波动较大，分别为 0.03 亿元、32.37 亿元和 2.83 亿元，主要系 2016 年公司收回投资收到现金规模较大所致。2015~2017 年，公司收回投资收到现金分别为 0 亿元、22.10 亿元和 4.63 亿元，2016 年主要为赎回的理财产品。2015~2017 年，公司投资活动现金流出持续增长，年均复合增长 371.32%，2017 年为 59.85 亿元，较年初增长 14.43%，主要系取得子公司及其他经营单位支付的现金增长所致。2015~2017 年，公司投资活动现金分别净流出 2.66 亿元、19.93 亿元和 57.02 亿元，净流出规模大幅增长。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 92.96 亿元、63.47 亿元和 63.46 亿元，年均复合下降 17.38%，主要来自借款筹资。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出分别为 28.97 亿元、48.00 亿元和 33.94 亿元，波动下降，主要系当期偿还债务的规模变动所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 64.00 亿元、15.48 亿元和 29.52 亿元。

2018 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额为 17.49 亿元、投资活动现金流量净额为-31.89 亿元，筹资活动现金流量净额为 15.60 亿元。

总体看，公司往来款规模较大，经营活动现金净流波动较大；投资活动现金净流出金额扩大；公司偿还到期债务规模的变化，筹资活动现金净流入波动。伴随公司拿地和开发规模的扩大，公司有一定外部融资压力。

6. 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 2.22 倍、1.80 倍和 1.43 倍，速动比率分别为 0.69 倍、0.78 倍和 0.57 倍，现金短期债务比分别为 2.99 倍、7.46 倍和 1.44 倍，均呈现波动下降态势，2017 年伴随短期借款规模的增长和长期债务即将到期转入一年内到期非流动负债，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所下降。经营现金流动负债比率分别为-46.35%、18.90%和 8.95%。公司短期偿债能力指标下降，整体短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 16.23 亿元、21.86 亿元和 29.50 亿元，持续增长，年均复合增长 34.83%，主要系利润总额增长所致。2017 年公司 EBITDA 中，利润总额占 97.00%，计入财务费用的利息支出占 2.72%。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.16 倍、0.20 倍和 0.25 倍，持续上升，EBITDA 对债务的保障程度较好；EBITDA 利息倍数分别为 5.25 倍、2.74 倍和 3.96 倍，波动中有所下降，EBITDA 对利息的保障程度较好。

截至 2018 年 9 月末，公司及子公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年 9 月末，公司对外担保 53.66 亿元，占净资产的 32.08%，担保比率较高，全部为对关联方的担保，公司存在一定或有负债风险。

表 16 截至 2018 年 9 月末公司对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保人	担保期限	担保余额	是否关联方	关联关系
1	中维地产浙江有限公司	2020 年 5 月	70,567.50	是	合营企业
2	合肥博洲房地产开发有限公司	2018 年 10 月	13,770.00	是	合营企业
3	合肥博洲房地产开发有限公司	2020 年 2 月	28,050.00	是	合营企业
4	联发集团天津联创房地产开发有限公司	2019 年 11 月	6,000.00	是	联营企业
5	厦门禹洲酒店投资管理有限公司	2024 年 6 月	25,000.00	是	合营企业
6	福建大世界华夏房地产有限公司	2019 年 3 月	35,000.00	是	受同一母公司控制的其他企业
7	福州泽翔房地产开发有限公司	2021 年 5 月	66,000.00	是	合营企业
8	厦门禹联泰房地产开发有限公司	2020 年 10 月	31,671.00	是	合营企业
9	武汉蓝空房地产开发有限公司	2023 年 5 月	65,270.00	是	合营企业
10	中维地产浙江有限公司	2018 年 12 月	48,500.00	是	合营企业
11	厦门鸿翼科技有限公司	2023 年 8 月	60,000.00	是	受同一母公司控制的其他企业
12	苏州劲商房地产开发有限公司	2021 年 8 月	1,807.74	是	联营企业
13	苏州禹洲轩溢房地产开发有限公司	2020 年 3 月	85,000.00	是	受同一母公司控制的其他企业
合计			536,636.24	--	--

资料来源：公司提供

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码 G10350205005295106），截至 2018 年 10 月 8 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。

截至 2018 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 373.59 亿元，尚未使用授信额度 173.20 亿元，

公司间接融资渠道通畅。

总体看，公司短期偿债能力及长期偿债能力较好，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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 9 月末，公司全部债务 159.59 亿元，本期债券发行规模为不超过 35 亿元，对公司债务水平有一定影响。

以 2018 年 9 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 35 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 71.43%、53.77%和 46.08%，债务指标有所上升，考虑到募集资金拟全部用于偿还到期或需回售的公司债券，公司实际债务负担或将轻于上述预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 29.50 亿元，为本期债券发行额度（35 亿元）的 0.84 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2017 年经营活动产生的现金流入为 1,020.23 亿元，为本期债券发行额度的 29.15 倍，对本期债券覆盖程度较高；2017 年经营活动现金流量净额 22.10 亿元，为本期债券发行额度的 0.63 倍，对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑未来随着公司房地产项目开发推进以及实现销售，公司整体收入规模有望增长。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、增信措施

本期债券由公司控股股东禹洲地产就本期债券兑付作出全额收购承诺，承诺当公司无法按期兑付本期债券的本息时，本期债券的持有人有权按照《收购承诺函》的约定，要求禹洲地产全额收购本期债券本金及应付利息。禹洲地产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地产提供专项资金用于收购本期债券本金及应付利息。

禹洲地产成立于 2008 年，2009 年 11 月，禹洲地产在香港联交所成功上市（股票代码：01628.HK）。截至 2017 年底，林龙安先生和郭英兰女士持有禹洲地产 62.18%股份。

禹洲地产现已发展成为集房地产开发、商业投资运营、酒店运营、物业管理为一体的多元化的综合性集团，具有房地产开发和物业管理双一级资质，获得“2017 中国房地产上市公司经营绩效 5 强”第 2 名，荣膺“2017 年中国蓝筹地产奖”和“优质中国房地产企业大奖 2017”。

禹洲地产已成功布局海峡西岸经济区、长三角经济区、粤港澳大湾区、环渤海经济区及华中区，在“区域深耕，全国领先”的战略指导下，持续聚焦区域深耕，以核心城市带动区域，稳步扩张。禹洲地产开发各类地产项目逾 60 个，截至 2017 年末土地储备 1,351.13 万平方米，项目覆盖城市包括厦门、福州、泉州、龙岩、上海、南京、合肥、蚌埠、天津、漳州及香港等城市，产品涵盖公寓、别墅、写字楼、酒店、综合商业和大型城市综合体等业态。禹洲地产积极布局全国一、二线核心城市及其周边轨道交通便捷的卫星城，适应市场推出符合现代消费升级需求的优质住宅产品，2017 年，禹洲地产签约销售金额为 403.60 亿元，同比增长 73.69%；签约销售面积

238.09 万平方米，同比增长 30.19%；签约销售均价为 16,929 元/平方米，同比增长 33.41%，禹洲地产销售状况良好。

截至 2017 年末，禹洲地产合并范围资产总额 799.05 亿元，负债合计 624.62 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）174.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益 163.81 亿元。2017 年，禹洲地产实现营业收入 217.37 亿元，净利润（含少数股东损益）31.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 27.90 亿元；经营活动现金流量净额为 25.12 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.31 亿元。

总体看，禹洲地产作为公司控股股东，开发经验丰富，经营状况良好，其为公司债券发行提供的全额收购承诺表现对公司发展的支持与信心，且对公司债券的信用水平有一定的提升作用。

十、综合评价

公司作为香港上市公司禹洲地产在境内主要的开发主体，具备较强综合实力，在开发规模与经验、区域布局、品牌知名度等方面具备一定优势；受房地产市场景气度较高影响，公司协议销售面积与金额有所增长，货币资金较充裕。同时，联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司存在一定资本支出压力，其他应收款对资金形成占用，债务结构有待调整，对外担保规模较大等因素对公司信用水平造成的不利影响。

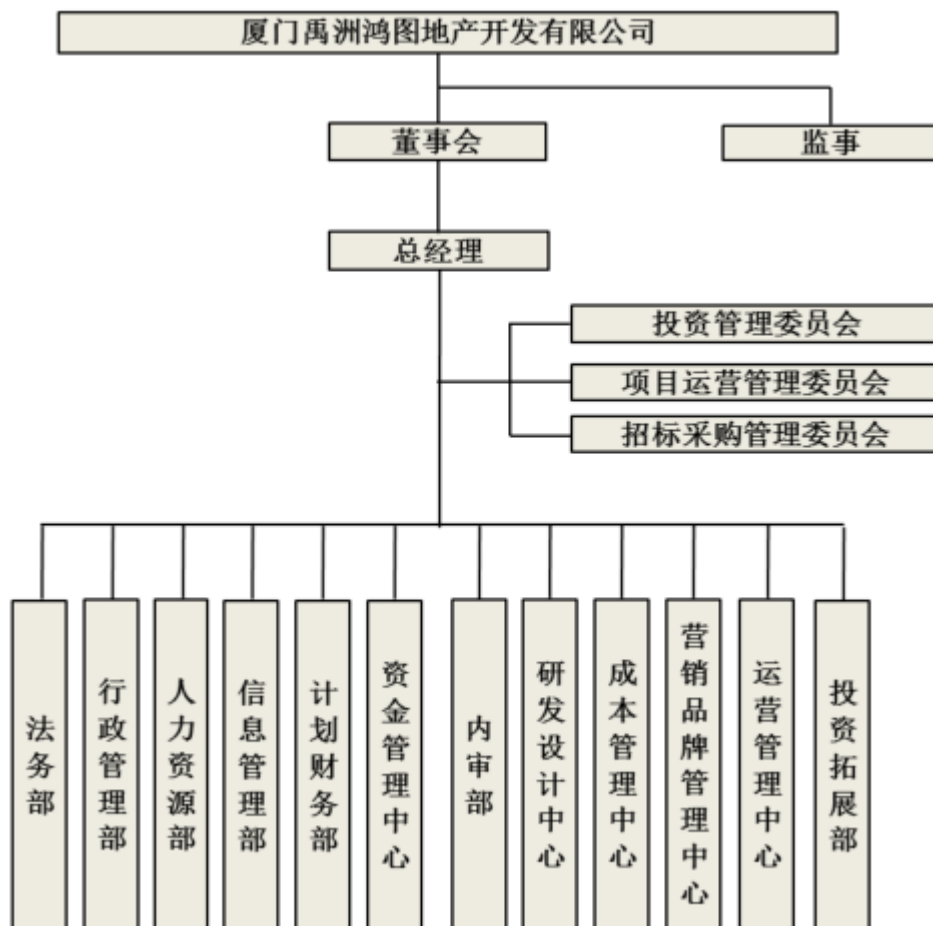
公司在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，公司的盈利规模有望进一步提升，公司整体信用状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

禹洲地产作为公司控股股东，开发经验丰富，经营状况良好，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，且对公司债券的信用水平有一定正面作用。

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很低。

附件 1 厦门禹洲鸿图地产开发有限公司

组织结构图



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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额（亿元）	294.45	410.08	459.38	550.47
所有者权益（亿元）	88.30	113.68	141.90	167.27
短期债务（亿元）	16.31	11.90	56.98	51.65
长期债务（亿元）	82.17	99.77	60.82	107.94
全部债务（亿元）	98.47	111.67	117.80	159.59
营业收入（亿元）	54.66	97.51	154.18	91.39
净利润（亿元）	11.98	14.73	21.42	14.18
EBITDA（亿元）	16.23	21.86	29.50	--
经营性净现金流（亿元）	-55.02	36.06	22.10	17.49
流动资产周转次数（次）	0.25	0.32	0.44	--
存货周转次数（次）	0.21	0.35	0.52	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.28	0.35	--
现金收入比率（%）	130.17	162.94	83.65	68.80
总资本收益率（%）	8.36	8.27	9.16	--
总资产报酬率（%）	6.36	6.19	6.77	--
净资产收益率（%）	14.59	14.59	16.76	--
营业利润率（%）	32.24	23.98	21.67	25.29
费用收入比（%）	4.80	4.51	4.20	5.10
资产负债率（%）	70.01	72.28	69.11	69.61
全部债务资本化比率（%）	52.72	49.55	45.36	48.82
长期债务资本化比率（%）	48.20	46.74	30.00	39.22
EBITDA 利息倍数（倍）	5.25	2.74	3.96	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.20	0.25	--
流动比率（倍）	2.22	1.80	1.43	1.60
速动比率（倍）	0.69	0.78	0.57	0.56
现金短期债务比（倍）	2.99	7.46	1.44	1.54
经营现金流动负债比率（%）	-46.35	18.90	8.95	6.50
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.46	0.62	0.84	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径。3、2018 年 1~9 月财务数据未经审计、相关指标未年化。

附件 3 截至 2018 年 9 月末公司土地储备情况

项目名称	所在城市	占地面积	建筑面积	权益建筑面积	楼面地价
禹洲闵行项目	上海	4.13	9.08	2.72	28,972.42
雍贤府	上海	10.93	17.48	10.49	13,241.74
禹洲·东滩雍禧	上海	5.41	5.46	4.37	19,233.24
小计	上海	20.47	32.02	17.58	--
天津西青项目	天津	9.08	10.85	4.34	7,246.38
禹洲天津 05 项目	天津	6.20	7.44	2.98	13,032.55
天津滨海项目	天津	4.24	8.97	4.40	4,456.33
津南（挂）2016-07 地块	天津	4.54	5.45	2.29	13,902.13
津南（挂）2016-08 地块	天津	7.93	9.52	9.52	13,915.87
小计	天津	31.99	42.23	23.53	--
南京高淳 2018G04-06 地块	南京	18.84	26.69	13.08	3,641.50
禹洲江宁项目 G59 地块	南京	6.11	17.99	9.17	3,716.92
禹洲·金陵铭著（前称江宁项目 G57）	南京	2.83	7.96	3.18	12,684.30
禹洲·滨湖里（前称江宁项目 G58）	南京	5.28	12.39	6.07	3,472.90
南京溧水地块	南京	3.78	8.32	4.24	7,034.89
禹洲溧水项目 2017G19	南京	7.33	14.66	2.93	7,846.94
禹洲弘阳时光春晓	南京	3.22	6.45	0.32	13,645.10
小计	南京	47.39	94.46	38.99	--
禹洲杭州项目	杭州	14.53	29.87	14.49	13,737.59
萧政储出（2017）3 号地块	杭州	5.35	14.98	14.98	20,060.03
小计	杭州	19.88	44.85	29.47	--
禹洲国际大酒店	厦门	6.00	10.21	8.17	1,175.00
厦门灌口项目	厦门	4.27	8.53	4.35	32,825.32
海沧万科城	厦门	18.98	57.02	11.40	2,651.57
同安 T2017P01 项目	厦门	5.42	11.92	3.93	14,208.16
同安环东海域 2017TP03 地块	厦门	1.88	4.28	4.28	31,518.69
翔安 2013XP05 地块	厦门	0.83	8.93	4.55	3,013.44
小计	厦门	37.38	100.89	36.68	--
禹洲仓山项目	福州	4.51	13.74	9.07	12,590.15
朗廷湾（福州高新 2018-01 项目）	福州	2.66	5.85	5.85	9,558.39
小计	福州	7.17	19.59	14.92	--
禹洲瑶海项目 E1601	合肥	9.40	23.49	23.49	10,169.75
禹洲瑶海项目 E1602	合肥	2.37	5.93	5.93	12,120.75
禹洲新站项目 XZQTD175	合肥	11.90	35.71	35.71	5,099.87
禹洲蜀山项目	合肥	5.61	10.10	3.63	11,085.85
新站 XZQTD176 地块	合肥	4.91	14.49	7.39	4,830.15
禹洲·中央广场	合肥	27.95	91.87	32.15	1,421.16
禹洲·天玺	合肥	15.67	59.17	36.09	2,825.00
小计	合肥	77.81	240.76	144.39	--
南太子湖项目	武汉	16.86	59.82	39.04	5,999.88
小计	武汉	16.86	59.82	39.04	--
禹洲吴中太湖项目 2017WG23	苏州	17.33	34.65	11.43	9,405.12

禹洲相城项目 2017WG14	苏州	2.91	5.83	2.97	8,373.08
禹洲望亭镇项目 2017WG26	苏州	3.23	5.17	1.85	9,392.76
禹洲吴江项目 2017020	苏州	6.35	6.67	3.40	12,942.31
禹洲太仓项目	苏州	5.29	11.12	2.59	9,170.10
苏地 2017-WG-58 号地块	苏州	4.25	7.65	1.53	13,499.99
苏地 2017-WG-59 号地块	苏州	10.09	20.18	3.83	13,648.64
小计	苏州	49.45	91.27	27.60	--
北碚区北碚组团I分区I18-01/04、I11-01-2/05 号宗地	重庆	19.45	25.10	25.17	5,140.06
小计	重庆	19.45	25.10	25.17	--
禹洲.五经山水大观	惠州	6.22	22.58	11.52	3,670.00
禹洲惠州东润项目	惠州	7.06	22.37	15.66	1,765.38
小计	惠州	13.28	44.95	27.18	--
禹洲城市广场 6#A 地块	泉州	4.09	23.98	23.98	374.26
禹洲城市广场 2#B	泉州	1.06	4.25	4.25	374.26
禹洲城市广场 7#	泉州	4.88	17.59	17.59	374.26
禹洲城市广场 8#	泉州	3.50	21.49	21.49	374.26
禹洲城市广场 5#	泉州	4.13	15.02	15.02	374.26
禹洲城市广场 10#A	泉州	1.40	7.27	7.27	374.26
禹洲城市广场 10#B	泉州	1.73	10.71	10.71	374.26
禹洲城市广场 12#	泉州	6.15	11.07	11.07	374.26
南安 2017P18 地块	泉州	1.75	5.24	5.24	3,071.41
嘉誉府（安溪官桥镇 2013-21 地块）	泉州	5.61	14.04	14.04	1,602.96
小计	泉州	34.30	130.66	130.66	--
02-027-135 号地块	新乡	5.17	25.84	13.18	1,261.76
小计	新乡	5.17	25.84	13.18	--
漳州 2017P04 地块	漳州	3.78	9.44	4.81	10,801.19
漳州 2017P07 地块	漳州	3.88	11.64	4.66	10,796.65
小计	漳州	7.66	21.08	9.47	--
禹洲舟山项目	舟山	10.96	23.05	3.46	9,000.05
小计	舟山	10.96	23.05	3.46	--
禹洲唐山项目	唐山	28.79	76.75	69.08	2,135.39
小计	唐山	28.79	76.75	69.08	--
788 号地块	扬州	8.01	18.45	7.38	1,838.02
小计	扬州	8.01	18.45	7.38	--
涡阳 GY2017-92 号地块	亳州	6.30	11.34	5.67	2,506.35
小计	亳州	6.30	11.34	5.67	--
合计		442.32	1,103.11	663.45	--

资料来源：公司提供

附件 4 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-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
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 5 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 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）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，在每年厦门禹洲鸿图地产开发有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

厦门禹洲鸿图地产开发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。厦门禹洲鸿图地产开发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厦门禹洲鸿图地产开发有限公司的相关状况，如发现厦门禹洲鸿图地产开发有限公司或本次（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。

如厦门禹洲鸿图地产开发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，直至厦门禹洲鸿图地产开发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厦门禹洲鸿图地产开发有限公司、监管部门等。

