

信用等级公告

联合〔2019〕1893号

联合资信评估有限公司通过对泰禾集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持泰禾集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”的信用等级为 AA⁺，并继续列入评级观察名单。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十一日

评级业务专用章

1101030046105

泰禾集团股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 泰禾 MTN001	15 亿元	2020/07/05	AA ⁺	AA ⁺
17 泰禾 MTN002	20 亿元	2020/09/08	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：列入评级观察名单

上次评级展望：列入评级观察名单

评级时间：2019 年 7 月 11 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	91.13	133.97	116.41	174.30
资产总额(亿元)	1233.27	2064.21	2431.36	2472.78
所有者权益(亿元)	217.16	251.19	318.89	382.01
短期债务(亿元)	188.19	433.91	580.36	474.11
长期债务(亿元)	566.89	928.20	801.91	811.61
全部债务(亿元)	755.08	1362.12	1382.27	1285.72
营业收入(亿元)	207.28	243.31	309.85	74.54
利润总额(亿元)	23.10	29.93	50.76	13.21
EBITDA(亿元)	27.11	39.06	59.96	--
经营性净现金流(亿元)	-101.41	-125.53	139.31	119.39
营业利润率(%)	14.93	21.25	24.86	21.69
净资产收益率(%)	7.89	9.29	12.26	--
资产负债率(%)	82.40	87.83	86.88	84.55
全部债务资本化比率(%)	77.66	84.43	81.25	77.09
流动比率(%)	248.01	203.16	159.00	160.13
经营现金流动负债比(%)	-23.32	-14.44	10.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.85	34.87	23.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.48	0.46	0.46	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款和长期应付款中的有息部分计入有息债务；3. 现金类资产已扣除使用受限的货币资金

评级观点

泰禾集团股份有限公司（以下简称“公司”或“泰禾集团”）为从事房地产开发及运营的民营上市公司。跟踪期内，公司加快项目推盘销售，合约销售金额有所增长，营业收入和利润总额均保持增长，盈利水平有所提高；经营活动现金流量净额由净流出转为净流入；出售部分项目股权，缓解流动性压力。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司存货规模大，存在一定去化压力；债务负担重，资产受限比例较高；在建项目规模较大，对外融资压力大，公允价值变动损益及投资收益对利润影响较大；高管人员变动频繁以及公司控股股东股票质押比例很高等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

跟踪期内，公司 EBITDA 和经营性现金流对“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”的覆盖程度高。

未来，随着在售项目及在建拟建项目的持续开盘销售，公司收入规模有望继续提升。但公司资产流动性弱，待投资规模大，债务负担仍重，未来仍面临较大的偿债压力。

综合评估，联合资信确定维持泰禾集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”的信用等级为 AA⁺，并继续将其列入评级观察名单。

优势

1. 公司项目主要位于一线及核心二线城市，地理位置良好，为公司后续发展奠定了良好基础。
2. 跟踪期内，公司销售情况良好，合约销售金额有所提高，营业收入和利润总额均保持增长，盈利水平有所提高。
3. 跟踪期内，公司加速销售回笼资金，经

分析师：杨栋 韩家麒
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

营性净现金由大规模净流出转为净流入。

4. 跟踪期内，公司出售多家房地产项目公司股权回笼资金，对于缓解流动性压力起到一定作用。

关注

1. 房地产行业受政府政策调控影响，行业景气度有所波动。
2. 公司存货规模较大，部分项目销售进度慢，存在一定去化压力；公司资产受限比例较高，流动性弱。
3. 跟踪期内，公司债务负担重，短期债务规模大，且到期期限较为集中，存在较大集中偿付压力；公司在建及拟建项目未来投资规模较大，对外融资压力大。
4. 跟踪期内，公司公允价值变动损益及投资收益对利润影响较大。
5. 跟踪期内，公司高管人员变动频繁，可能对公司经营产生一定影响。
6. 公司控股股东股票质押比例很高，若未来股价波动，控股股东被强制平仓，公司面临控股股东变更风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由泰禾集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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。

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。

泰禾集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于泰禾集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

泰禾集团股份有限公司（以下简称“公司”或“泰禾集团”），前身为 1992 年 12 月成立的福建三农化学股份有限公司（1999 年更名为福建三农集团股份有限公司，以下简称“福建三农”），注册资本 6352.00 万元。1997 年福建三农在深圳证券交易所主板上市（股票代码：000732.SZ，股票简称：“福建三农”），第一大股东三明市国有资产管理局持股比例为 22.28%。

2010 年 2 月，中国证券监督管理委员会证监许可（2010）213 号文核准福建三农向福建泰禾投资集团有限公司（以下简称“泰禾投资”）发行新股 7.84 亿股，注册资本增至 10.17 亿元，控股股东变更为泰禾投资，同时主营业务由农药化工变更为房地产开发业务；2011 年 7 月，公司名称变更为现名；2011 年 8 月公司股票简称变更为“泰禾集团”。2015 年 9 月，公司完成非公开发行股票 2.27 亿股，总股本增至 12.44 亿股。截至 2019 年 3 月底，公司总股本 12.44 亿股，第一大股东泰禾投资持股比例为 48.97%，黄其森先生为实际控制人。截至 2019 年 3 月底，泰禾投资质押股票数量 60938.22 万股，被冻结股票数量 460 万股，合计占所持股份比例 100.00%，质押比例很高。

截至 2018 年底，公司内设财务部、招商部、战略投资部、营销管理部、成本部等 16 个职能部门，纳入合并报表范围的子公司共 424 家。

截至 2018 年底，公司（合并）总资产 2431.36 亿元，所有者权益合计 318.89 亿元（含少数股东权益 134.30 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 309.85 亿元，利润总额 50.76 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2472.78 亿元，所有者权益合计 382.01 亿元（含少数股东权益 168.11 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 74.54 亿元，利润总额 13.21 亿元。

公司注册地址：福建省三明市梅列区徐碧；法定代表人：黄其森。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 7 月发行的“17 泰禾 MTN001”募集资金 15 亿元，发行期限 3 年，所募集资金已全部按照计划用途用于偿还借款或项目开发建设等。付息日为每年 7 月 5 日，跟踪期内，公司已按时支付利息。

公司于 2017 年 9 月发行的“17 泰禾 MTN002”募集资金 20 亿元，发行期限 3 年，所募集资金已全部用于偿还借款或项目开发建设等。付息日为每年 9 月 8 日，跟踪期内，公司已按时支付利息。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0

万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保

持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信

息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房

地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国

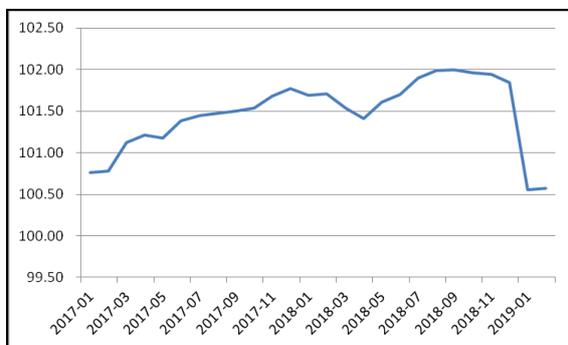
进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

1. 房地产开发行业

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1 2017年以来房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，

其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

2. 土地市场与信贷环境

2018年，全国各地加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态

势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从房地产开发资金到位情况来看，2018年1—9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制

房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

3. 政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《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》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共

有产权住房政策，试点时限为 1 年。

2018 年 6 月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出，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，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司股本 12.44 亿元，其中泰禾投资持股 48.97%，为公司第一大股东。黄其森作为泰禾投资实际控制人，

直接和间接对公司持股共 49.12%，为公司实际控制人。

公司第一大股东泰禾投资将持有的大部分公司股份质押用以融资，截至 2019 年 3 月底，泰禾投资质押股票数量 60938.22 万股，被冻结股票数量 460 万股，合计占所持股份比例 100.00%，质押比例很高。若未来股价波动，控股股东被强制平仓，公司面临控股股东变更风险。

2. 企业规模

公司拥有国家一级房地产开发资质，在房地产行业有着十多年的房地产项目开发经验。

公司目前房地产开发项目主要围绕以北京为中心的“京津冀”地区以及以上海为中心的“长三角”地区、以广深为中心的珠三角地区和以福建厦门为中心的海西经济区以及以武汉为中心的中部地区进行市场开拓。公司拥有较丰富的产品线，目前包括普通住宅、高等公寓、甲级办公楼和综合体等产品线。公司坚持走差异化、精品化路线，形成了一整套成熟的品牌体系。住宅地产方面，公司目前拥有以泰禾“院子”“大院”园系和府系等系列为核心品牌的住宅地产产品，“院子”系列为新中式院落别墅，其中“中国院子”于 2013 年和 2014 年连续获得“亚洲十大超级豪宅”称号；商业地产方面，目前公司拥有以“泰禾广场”“泰禾新天地”和“中央广场”为核心品牌的商业地产产品。2018 年，公司在中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心发布的“2018 中国房地产 500 强”测评中，位列第 23 位。

总体看，公司拥有丰富的房地产项目开发经验，形成了较丰富的产品线，成熟的品牌体系核心竞争力，以及较高的行业影响力。

七、管理分析

跟踪期内，在高管人员变动方面，公司原财务总监李斌先生因拟到公司控股股东泰禾投资任职辞去公司财务总监职务，公司聘任姜明群先生担任财务总监职务；原副总经理朱进康先生和郑钟先生因拟到公司控股股东泰禾投资任职辞去公司副总经理职务，原副总经理沈力男先生因个人原因辞去公司副总经理职务，公司聘任王景岗先生和邵志荣先生分别担任副总经理职务；原公司副总经理张晋元先生因个人原因，辞去公司副总经理职务及其他在公司所任职务，辞职后将不在公司担任任何职务；原监事长丁毓琨因个人原因辞去公司监事长、监事职务，经监事会选举刘枫先生被选为监事长。此外，公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。

联合资信关注到上述公司经营团队频繁发生变化，可能会对公司经营产生一定影响。除此之外，跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司在房地产行业有着十多年的项目开发经验，通过不断提升自身品牌地位和行业影响力，逐渐形成符合自身特点的核心竞争力。公司拥有较丰富的产品线，包括普通住宅、高等公寓、甲级办公楼和综合体等。公司坚持走差异化、精品化路线，形成了一整套成熟的品牌体系，所推出的“院子系”和“红系列”在住宅市场具有一定知名度，除了高端改善型“院子系”产品外，公司还推出了“大院系”、“小院系”、“府系”和“园系”等多条差异化产品线。其中“院子系”为新中式院落别墅，品牌知名度和影响力较高。商业地产品牌“泰禾广场”具有一定影响力。

2018年，随着业务规模扩张，公司营业

收入快速增长，实现营业收入 309.85 亿元，同比增长 27.35%，其中房地产板块收入占营业收入比重为 96.84%，公司经营业务以房地产板块为主，主营业务突出。

分板块来看，房地产业务是公司主要收入来源，2018 年房地产板块实现收入 300.07 亿元，较上年增长 27.66%，主要系公司结转项目增加所致。产品结构方面，2018 年公司房地产板块仍以住宅地产项目为主，收入占房地产板块收入的 71.49%，较上年提高 3.96 个百分点。化工业务方面，2017 年 6 月，公司与关联方福建华融鼎泰投资有限公司（以下简称“华融鼎泰”）、全资子公司福建三农化学农药有限责任公司（以下简称“三农化学”）签署了《股权转让协议书》，以三农化学股东全部权益的评估值人民币 4.65 亿元为依据，公司将持有的三农化学 82.27% 股权作价 4.04 亿元转让予华融鼎泰，公司将不再持有三农化学股权，2018 年，公司不再有化工收入。服务业务收入主要来源于物业、商管、酒店和托管服务，2018 年公司实现服务业务收入 8.43 亿元，较上年大幅增长，主要系 2018 年公司新增商业和酒店，使得物业、租金、商管和酒店业务收入增加。公司零售业务，主要来源于子公司福州中维实业有限公司（以下简称“中维实业”）和福州盛源德利实业有限公司（以下简称“盛源德利”）的零售收入；其中中维实业的收入主要系五四北泰禾广场及东二环泰禾广场联营商铺的销售收入，盛源德利的收入主要为自营高端奢侈品牌收入。公司 2018 年实现零售收入 0.50 亿元，较上年大幅下降 85.04%，主要系公司将福州泰佳实业有限公司（以下简称“泰佳实业”）100% 股权转让给泰禾投资所致。2018 年，公司将其他收入进行重新分类，部分调整至具体行业，公司其他收入主要包括旅游、教育、文娱等。公司零售和其他业务规模较小，对营业收入影响较小。

毛利率方面，2018 年，受收入占比较大

的房地产业务毛利率提高的影响，公司综合毛利率较上年提高 2.73 个百分点到 30.36%。分板块看，2018 年，房地产业务毛利率为 30.55%，主要系结转的项目价格上涨毛利率较高所致。服务业务方面，2018 年毛利率为 23.02%，较上年大幅提升，主要系 2018 年度交付项目及新开业的商业和酒店增加所致。零售业务方面，2018 年毛利率为-5.16%，主要系 2018 年度转让了毛利率较高的泰佳实业所致。公司非房地产板块毛利率有所波动，但收入占比小，影响有限。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 74.54

亿元，同比增长 24.46%，主要系地产项目销售结转增加所致，综合毛利率为 27.11%。2019 年 1—3 月，公司房地产板块实现收入 70.23 亿元，为 2018 年全年的 23.40%；毛利率为 26.78%，较 2018 年有所下降，主要系结转项目毛利相对较低；服务业务板块实现收入 2.34 亿元，为 2018 年全年的 27.76%。

总体看，跟踪期内，随着房地产开发业务规模持续拓展，公司营业收入快速增长；房地产板块对公司综合毛利率影响较大，随着房地产板块毛利率的提高，公司综合毛利率有所提高。

表 1 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

营业板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 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	204.52	98.67	21.20	235.06	96.61	28.55	300.07	96.84	30.55	70.23	94.23	26.78
化工	0.05	0.03	3.11	1.51	0.62	20.73	--	--	--	--	--	--
服务	2.33	1.12	52.94	1.96	0.81	-50.62	8.43	2.72	23.02	2.34	3.14	7.79
零售	0.28	0.13	12.36	3.33	1.37	1.70	0.50	0.16	-5.16	0.20	0.27	34.52
其他	0.10	0.05	90.14	1.45	0.60	50.95	0.85	0.27	58.06	1.76	2.36	65.19
合计	207.28	100.00	21.58	243.31	100.00	27.63	309.85	100.00	30.36	74.54	100.00	27.11

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 房地产开发及销售

公司房地产板块业务由子公司福州泰禾房地产开发有限公司（以下简称“福州泰禾”）及其下属项目公司运营，主要涉及住宅地产和商业地产开发。

目前，公司住宅地产推出了“院子系”面向高端别墅市场、“红系列”和“拾景园”等产品面向普通住宅市场；商业地产主要为高端商业综合体，以“泰禾广场”为主要品牌。

区域分布

区域分布方面，公司房地产开发项目围绕以北京为中心的“京津冀”地区、以上海为中心的“长三角”地区、以广深为中心的珠三角地区和以福建厦门为中心的海西经济区以及以武汉为中心的中部地区进行市场开

拓。跟踪期内，公司新进入郑州、合肥、济南、太原、武汉、广州和石家庄等重点城市。2018 年，公司销售结转区域以北京和福建区域为主，北京区域结转规模大幅提升，实现收入 132.31 亿元，收入占比为 44.09%；福建地区的结转规模有所回落，实现收入 107.19 亿元，收入占比为 35.72%。

区域毛利率方面，2018 年，由于昌平拾景园、北京院子、长阳半岛中央城等毛利率较高的高端项目结转，北京地区毛利率提高至 27.48%。华东地区，2018 年，由于南京院子、杭州院子等毛利率较高的高端项目结转，毛利率上升为 38.27%。受北京和华东区域毛利率提高的影响，公司房地产板块毛利率由 28.55% 提高至 30.55%。

2019 年 1—3 月，公司收入结转主要来自

福建、北京和华东地区，受结转项目毛利率的影响，公司房地产板块毛利率较上年有所下降。其中，华东地区结转的部分项目土地

为招拍挂取得，土地成本较高，故毛利率较低。

表 2 2016—2019 年 3 月公司房地产板块区域收入情况（单位：亿元、%）

区域划分	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 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
福建	106.39	52.02	26.03	138.52	58.93	32.53	107.19	35.72	31.55	23.16	32.97	26.86
北京	54.79	26.79	20.28	37.78	16.07	18.52	132.31	44.09	27.48	25.36	36.11	40.89
华东	43.35	21.19	6.86	58.75	24.99	25.61	44.69	14.89	38.27	21.72	30.93	10.23
广深	-	-	-	-	-	-	15.88	5.29	27.64			
合计	204.52	100.00	21.20	235.06	100.00	28.55	300.07	100.00	30.55	70.23	100.00	26.78

注：华东区域以上海市为主，还包括无锡市、南京市、江阴市、苏州市等地区
资料来源：公司提供

项目开发

房地产开发方面，2018 年，公司把提高周转、加强现金回款作为财务管控的重心。2018 年，公司加大开工力度，新开工面积大幅增加，达到 634.20 万平方米，较上年增长 66.72%。由于竣工面积仅统计整个项目全部竣工的面积，未包括单体竣工的面积，因此近年来房屋竣工面积存在波动。随着房地产开发的持续进行，期末在建面积不断增大，截至 2018 年底，公司在建面积共 1017.80 万平方米，同比增长 206.76%；竣工面积 188.36 万平方米，主要系公司把控施工进度所致，同比增长 48.47%。2019 年 1—3 月，公司新开工面积 207.17 万平方米，为 2018 年全年的 32.67%。截至 2019 年 3 月底，公司在建面积共 1205.78 万平方米，较 2018 年底有所增长。

表 3 2016—2019 年 3 月公司房地产开发主要指标
（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
新开工面积	142.10	206.74	634.20	207.17
房屋竣工面积	284.80	126.87	188.36	19.19
期末在建面积	492.10	571.97	1017.80	1205.78

注：竣工面积为整个项目全部竣工的面积，未包括单体竣工面积
资料来源：公司提供

项目销售

公司产品线较为丰富，其中“院子系列”定位高端别墅市场，以“文化筑居中国”为理念主打中式院落，主要分布在北京、南京、江阴、杭州、福州、厦门和深圳。公司“红系列”定位为普通住宅，主要分布在福建地区；近年来，公司将“红系列”拓展至上海市场，同时在北京开发了“拾景园”等系列，布局高层住宅产品线。公司商业项目主要集中在福建，未来将逐步拓展至北京等一线城市。

房地产销售方面，公司房地产销售以住宅为主，商业地产销售存在波动性，主要由于商业地产项目规模较大，建设开发周期长，导致竣工销售存在波动。2018，公司新开盘项目主要有北京院子（二期）、上海院子、北京金府大院、北京西府大院、上海大城小院、厦门湾、福州湾等，住宅类型包括别墅、叠拼、大平层住宅、中小户型公寓等。2018 年，公司合约销售面积 374.70 万平方米，同比下降 4.75%。2018 年，公司合约销售均价有所提高，为 2.48 万元/平方米，主要系北京和上海等地区销售价格较高所致。受益于合约销售均价提高，公司合约销售金额有所增长，为 929.36 亿元，同比增长 12.82%。2019 年 1—3 月，公司共实现合约销售面积 108.41

万平方米，为 2018 年全年合约销售面积的 28.93%，仍以住宅销售为主；同期，共实现合约销售金额 230.62 亿元，为 2018 年全年的 24.81%。同期，从商业地产销售来看，受销售项目所在城市、商业业态和地理位置等因素影响，合约销售均价大幅下滑。

从销售回款来看，2018 年，公司通过加快项目周转、缩短开盘周期、严格考核项目回款等管理措施，提高周转、加强现金回款，销售回款有大幅提升，销售回款率提高到 61%，但仍处于较低水平。2019 年 1—3 月，公司销售回款进一步提高，销售回款率为 77%。

从结转情况看，2018 年结转面积有所增长，结转金额快速增加，剩余未结转面积体量加大，为后续收入的持续提供有力的支撑。

表 4 2016—2019 年 3 月公司房地产销售主要指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
合约销售面积 (万平方米)	125.98	393.37	374.70	108.41
其中：商业	33.01	107.17	36.13	10.94
住宅	92.97	286.2	338.57	97.47
合约销售金额 (亿元)	292.33	823.73	929.36	230.62
其中：商业	52.48	293.56	63.76	12.60
住宅	239.85	530.17	865.61	218.02
合约销售均价 (万元/平方米)	2.32	2.09	2.48	2.13
其中：商业	1.59	2.74	1.76	1.15
住宅	2.58	1.85	2.56	2.24
当年结转面积 (万平方米)	118.36	122.39	124.48	31.68
当年结转金额 (亿元)	201.71	230.69	295.51	70.23
当年结转均价 (万元/平方米)	1.70	1.88	2.37	2.22
销售回款率(%)	70	39	61	77

注：1. 合同销售面积、合同销售金额及合同销售均价为全口径数据；2. 表 1 中房地产板块包含投资性房地产出售等收入，故与本表中的结转金额有差异；3. 销售回款率为当年全口径回款额/当年全口径合约销售金额

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在售项目 70 个，总可售面积 2024.21 万平方米，已完成销售面积 1276.61 万平方米，剩余可售面积 747.60 万平方米。从在售情况看，已完工项目除中国院子和济南东都外，公司大部分项目处于尾盘销售阶段。济南东都项目整体去化较低，主要系该项目中公司计划自持部分商业，该项目住宅部分已基本售罄。中国院子是公司最高端产品，定位顶级中式院落别墅，曾荣获“亚洲十大豪宅”等荣誉；因其建设周期较长加之极高端定位针对的目标客户群体有限，销售进度相对较慢。截至 2019 年 3 月底，中国院子项目总可售面积 10.17 万平方米，尚有 2.15 万平方米未售，合同销售进度为 78.86%。在建项目销售方面，由于商业地产和高端住宅“院子系列”固有开发周期长的特点，目前整体处于持续推盘销售的阶段。

在建项目销售方面，公司住宅类在售项目主要集中在福建、漳州、厦门等地区，以普通住宅和院子系列产品为主。其中泰禾名城、长阳半岛城、昌平拾景园、苏州尹山湖（金尊府）项目、晋阳湖、厦门院子、杭州院子等项目处于尾盘销售阶段；目前开盘的项目中，院子系列销售势头良好。商业类项目方面，泉州华大泰禾广场和东莞泰禾新天地项目销售情况较好。公司在售项目主要位于一、二线城市且产品类型部分为高端住宅，公司去化情况一般。

总体看，跟踪期内，公司房地产项目销售规模有所扩大，尚未结转合同金额规模较大，未来仍有一定收入释放空间；销售回款虽有好转，但仍较慢；考虑到部分项目销售进度略有滞后，随着后续项目开发的推进，未来库存规模将进一步加大，且部分高端住宅和商业项目去化周期较长，公司未来将面临一定去化压力。

表5 截至2019年3月底公司在售项目进度(单位:万平方米、%)

项目名称	建设进度	项目开盘时间	公司所占权益	项目性质	总可售面积	已销售面积	合同销售进度
东海泰禾广场	已完工	2014/8/30	100	商服、住宅	37.40	37.40	100.00
长安中心	已完工	2015/7/1	100	商业、金融	13.73	13.73	100.00
泰禾中央广场	已完工	2015/8/15	100	商业、综合	33.12	32.89	99.31
丽春湖院子	已完工	2016/9/28	49	住宅	12.68	12.65	99.76
南屿红悦	已完工	2013/11/9	100	住宅及店面	31.43	30.46	96.91
济南东都	已完工	2013/9/30	100	商业、住宅	13.08	11.04	84.40
福州红树林	已完工	2006/5/1	100	住宅及店面	57.72	57.72	100.00
福州红峪	已完工	2008/5/1	100	住宅及店面	52.75	52.75	100.00
东二环泰禾广场	已完工	2013/3/14	100	商业、商务办公、酒店	27.47	27.47	100.00
南通首府	已完工	2013/5/1	100	住宅及店面	16.27	16.27	100.00
长乐红誉二期	已完工	2014/6/26	100	住宅及店面	11.38	11.38	100.00
厦门红门	已完工	2013/5/1	100	住宅及店面	7.42	7.42	100.00
石狮泰禾广场	已完工	2013/9/28	100	商务办公、金融、商业	25.10	25.10	100.00
宁德红树林	已完工	2013/10/25	100	住宅及店面	37.35	37.35	100.00
宁德红郡	已完工	2012/12/1	100	住宅及店面	9.84	9.84	100.00
北京院子	已完工	2014/1/19	100	低密度住宅	9.79	9.79	100.00
中国院子	已完工	2004/6/1	63.63	低密度住宅	10.17	8.02	78.86
1号街区	已完工	2013/12/28	71.43	住宅及店面	21.63	21.63	100.00
拾景园	已完工	2014/6/29	100	住宅及店面	14.38	14.38	100.00
上海红御(红悦苑)	已完工	2014/9/27	100	住宅及店面	12.27	11.62	94.70
上海红桥	已完工	2015/6/30	100	住宅及店面	14.64	14.24	97.27
五四北泰禾广场	已完工	2011/10/1	100	商业	16.05	16.05	100.00
东二环金尊府D	已完工	2014/11/1	100	住宅	16.93	16.87	99.65
永泰葛岭	在建	2018/5/31	52.5	住宅、商服	46.51	15.21	32.70
漳州香山湾	在建	2018/10/26	100	住宅、商服	99.65	7.29	7.32
句容金尊府	在建	2018/6/22	100	商住	28.76	24.42	84.91
武汉金沙半岛项目	在建	2018/9/6	40	商业	18.90	7.70	40.74
济南汉峪项目	在建	2018/9/13	51	商业商服、住宅	30.14	4.31	14.30
永泰红峪(二期、三期)	部分完工	2015/12/4	100	住宅及店面	18.80	18.80	100.00
泰禾福州湾项目	部分完工	2016/4/25	40	住宅、商业	54.06	24.81	45.89
泰禾名城	在建	2016/10/14	47	住宅	10.97	10.11	92.16
白塘湾	部分完工	2018/4/28	60	住宅、旅游用地	174.00	45.66	26.24
福鼎红树林(红郡)	部分完工	2014/8/29	100	住宅、商服	12.18	12.18	100.00
长阳半岛城	部分完工	2014/11/16	40	商业、综合	15.65	15.34	98.02
南部54地块(昌平拾景园)	部分完工	2017/9/24	88.9	住宅及店面	31.27	21.76	69.59
南部07地块(昌平拾景园)	部分完工	2017/6/23	80	住宅	15.82	14.18	89.63
苏州尹山湖(金尊府)项目	在建	2017/9/29	100	住宅、商业	22.40	22.35	99.78
西湖蒋村(泰旭乐悠城)	在建	2018/7/2	51	商业、商服	17.68	7.27	41.12
珠海泰禾中央广场	在建	2018/4/20	100	商业、商服	38.54	17.99	46.68
晋阳湖	在建	2017/9/27	100	住宅	76.93	76.72	99.73
君悦花园	在建	2018/12/6	78.88	住宅、商业	8.12	4.28	52.71

江东项目	在建	2018/11/2	70	住宅、商业	38.53	2.71	7.03
廊坊市大家商业城	在建	2018/12/7	70	住宅、商业	110.71	2.49	2.25
同盟古镇项目	在建	2018/9/27	57.40	住宅、商业	50.15	12.29	24.51
红树湾院子	在建	2018/6/15	100	住宅、商服	45.43	10.72	23.60
新孙河项目	在建	2018/10/1	100	住宅及综合	18.67	18.16	97.27
太仓院子	在建	2018/11/15	51	住宅及综合	21.29	8.87	41.66
桂山院子	在建	2018/2/11	80	住宅	10.40	8.48	81.54
厦门院子	部分完工	2014/4/25	100	住宅及店面	47.17	47.14	99.94
蓝山院子	在建	2017/7/21	70	住宅	8.74	3.96	45.31
汀溪院子	在建	2017/10/10	50	住宅	15.12	3.45	22.82
北京侨禧项目(金府大院)	在建	2017/12/24	100	居住、教育等	33.77	23.00	68.11
西府大院(西局)	部分完工	2015/11/7	100	住宅、商业、金融	15.42	9.66	62.65
上海长兴岛1号院(大城小院一期07-04地块)	在建	2018/1/15	100	住宅	16.41	13.89	84.64
上海长兴岛1号院(大城小院二期09-03地块)	在建	2018/1/15	100	住宅	22.30	16.07	72.06
南京院子	部分完工	2016/4/7	100	住宅、商服	5.79	5.79	100.00
野风山(杭州大城小院)	在建	2017/12/8	51	商业、住宅	27.15	26.97	99.34
杭州院子	部分完工	2017/1/1	51	住宅	6.95	6.88	98.99
上海院子(新江湾)	在建	2018/3/31	45	住宅	18.53	8.76	47.27
姑苏院子	在建	2016/12/31	50	住宅	13.60	13.36	98.24
合肥院子	在建	2017/12/28	40	住宅	21.46	9.48	44.18
佛山院子	在建	2017/9/12	81	住宅、商服	62.06	44.68	71.99
南昌院子	部分完工	2017/9/29	67	住宅	28.13	27.69	98.44
东二环东区(不含金尊府)	部分完工	2014/11/28	76.2	住宅、商服	43.23	37.85	87.55
泉州华大泰禾广场	部分完工	2013/7/24	84.38	商务办公、商业	39.42	37.84	95.99
东莞泰禾新天地	部分完工	2017/9/5	80	商业	12.62	12.62	100.00
坪山中央广场	在建	2017/6/16	100	商业	30.90	13.16	42.59
鼓山院子	在建	2019/3/21	80	住宅	7.55	0.99	13.11
上海奉贤(海尚墅林苑)	在建	2019/3/11	100	住宅	15.88	2.45	15.43
泰禾崇文府	在建	2019/1/25	100	商业、住宅	13.85	0.75	5.42
合计					2024.21	1276.61	63.07

注：上表统计包括合营、联营项目

资料来源：公司提供

在建项目

截至 2019 年 3 月底，公司在开发项目共 60 个，预计总投资 2984.73 亿元，目前已投资 1742.43 亿元，尚需投资 1242.30 亿元，其中权益投资金额 1016.71 亿元。公司在建项目住宅

为主，部分为商业和写字楼，主要分布在二线城市。总体看，公司未来项目投资规模较大，部分项目体量大，随着土地拓展及拟建项目开工建设，公司面临较大资金需求。

表 6 截至 2019 年 3 月底公司在建项目投资计划 (单位：%、万平方米、亿元)

项目名称	公司权益	项目性质	占地面积	规划建筑面积	预计总投资金额	已投金额
永泰葛岭	52.5	住宅、商服	32.57	59.09	37.95	8.79

漳州香山湾	100	住宅、商服	29.70	106.70	75.87	28.81
新孙河项目	100	住宅及综合	9.99	10.53	86.80	77.99
生态城朗诗项目	100	住宅、商服及综合	5.45	11.04	15.05	8.00
上海奉贤（海尚墅林苑）	100	住宅	18.89	21.04	23.23	8.36
句容金尊府	100	商住	10.43	37.17	39.70	23.23
武汉金沙半岛项目	40	商业	39.80	40.05	21.25	5.36
广州增城项目	100	住宅商服	50.12	169.69	194.33	28.94
泰禾崇文府	100	商业、住宅	13.61	9.73	11.79	4.67
济南汉峪项目	51	商业商服、住宅	9.51	11.32	54.67	22.78
永泰红峪（二期、三期）	100	住宅及店面	10.61	18.93	8.15	8.05
泰禾福州湾项目	40	住宅、商业	19.61	55.86	55.18	12.66
三江城项目东地块二期	80	住宅	6.54	30.84	26.25	11.42
泰禾名城	47	住宅	3.36	11.45	7.52	6.19
白塘湾	60	住宅、旅游用地	93.21	177.47	96.18	22.64
福鼎红树林（红郡）	100	住宅、商服	4.66	13.15	6.69	6.47
长阳半岛城	40	商业、综合	5.54	21.50	26.29	24.44
南邵 54 地块（昌平拾景园）	88.9	住宅及店面	8.39	20.97	62.01	49.00
南邵 07 地块（昌平拾景园）	80	住宅	4.88	19.67	37.11	25.02
南京路子铺项目	100	商办混合用地	1.38	12.83	14.61	9.74
苏州尹山湖（金尊府）项目	100	住宅、商业	6.32	22.02	57.43	42.68
西湖蒋村（泰旭乐悠城）	51	商业、商服	7.64	21.52	42.28	25.78
晋阳湖	100	住宅	17.05	80.43	49.29	15.61
长龙山	100	住宅、酒店	2.00	2.49	2.88	0.59
君悦花园	78.88	住宅、商业	7.72	8.04	11.17	3.72
江东项目	70	住宅、商业	42.31	40.40	23.26	14.27
金尊府	100	住宅、商业	10.87	29.45	25.43	5.18
廊坊大家商业城	70	住宅、商业	14.21	112.55	78.25	5.67
同盟古镇项目	57.4	住宅、商业	39.93	29.78	33.94	5.27
鼓山院子	80	住宅	4.62	8.16	13.61	3.77
红树湾院子	100	住宅、商服	15.72	50.27	70.95	57.69
石门院子	100	住宅、综合	12.27	20.39	17.30	5.55
太仓院子	51	住宅及综合	14.22	24.56	29.63	14.25
句容同康医院项目	100	综合	2.76	13.30	12.48	3.10
大城小院-多乐	51	住宅	5.68	6.06	5.29	2.87
深圳院子	100	商业、住宅	4.89	18.11	141.17	86.75
桂山院子	80	住宅	6.06	12.98	13.79	8.15
厦门院子	100	住宅及店面	17.27	37.40	84.00	83.38
蓝山院子	70	住宅	12.38	14.78	12.54	4.10
汀溪院子	50	住宅	8.44	15.56	42.21	34.25
北京侨禧项目（金府大院）	100	居住、教育等	11.76	23.94	138.77	127.24
西府大院（西局）	100	住宅、商业、金融	5.96	17.05	106.28	96.29
上海长兴岛 1 号院（大城小院一期 07-04 地块）	100	住宅	8.98	18.08	38.43	37.03
上海长兴岛 1 号院（大城小院二期 09-03 地块）	100	住宅	11.49	24.78	49.01	42.21
南京院子	100	住宅、商服	4.17	7.99	18.00	17.39

野风山（杭州大城小院）	51	商业、住宅	26.84	30.49	29.56	19.13
杭州院子	51	住宅	6.92	13.76	27.92	27.67
上海院子(新江湾)	45	住宅	13.20	30.16	130.65	110.26
姑苏院子	50	住宅	8.47	22.02	53.34	40.79
合肥院子	40	住宅	8.31	21.92	30.00	26.84
佛山院子	81	住宅、商服	12.07	71.10	97.81	72.10
南昌院子	67	住宅	24.03	41.40	30.25	9.49
济南章丘院子	51	住宅	27.22	75.07	45.00	12.34
东二环东区（不含金尊府）	76.2	住宅、商服	11.84	83.36	108.00	104.68
泉州华大泰禾广场	84.38	商务办公、商业	10.86	72.98	59.21	38.04
珠海泰禾中央广场	100	商业、商服	7.19	31.84	49.00	25.80
东莞泰禾新天地	80	商业	2.62	18.41	18.36	16.20
坪山中央广场	100	商业	10.73	56.22	128.61	91.63
南昌茵梦湖	100	住宅、商业	105.58	93.53	149.16	9.51
长沙院子	80	住宅、商业	13.01	15.41	9.84	2.60
合计			961.86	2196.79	2984.73	1742.43

注：上表统计数据包括合营、联营项目
资料来源：公司提供

土地储备

拿地方式上，公司早期土地获取方式主要为直接参与土地竞拍，随着土地成本高涨，自2016年开始，公司通过收购、参股等多种方式获取土地储备。2018年，公司通过并购及竞拍方式进一步扩充土地储备，主要在北京及周边、福建、中山、郑州等一、二线城市，围绕京津冀、长三角、珠三角区域，持续加码重点城市和经济发达地区，为后期发展提供保障。

2018年，受融资环境趋紧，公司短期债务规模大、集中兑付压力大等综合影响，公司主动缩减拿地规模，土地支付款大幅下降。2018年，公司新拓展土地11块，新进入郑州、南京、南昌、长沙等城市，新增土地建筑面积383.63万平方米，新增土地的楼面均价较低，主要原因是部分并购项目实际取得土地较早，当时的楼面地价很低，权益土地投资金额总计83.82亿元。2019年1—3月，公司无新增土地。

表7 近年来公司新增土地及项目情况

项目	2016年	2017年	2018年
新拓展土地（块）	21	36	11
新增土地建筑面积（万平方米）	395.53	1388.09	383.63
权益土地投资金额（亿元）	266.40	457.07	83.82
新增土地楼面均价（元/平方米）	6735.27	3292.8	1579.17

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司未开工总土地储备面积290.26万平方米，土地储备的规划建筑面积为351.82万平方米，相较2018年开工规模，公司土地储备规模较小，对未来持续发展形成一定限制。从分布来看，公司目前土地储备主要分布在京津冀、长三角、珠三角区域以及郑州、南京等城市。公司大部分储备项目将于2019年内开工。从楼面均价来看，公司获取单价较低。公司未来储备项目预计总投资413.77亿元，实际所需投资金额按权益占比出资。

表8 截至2019年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目名称	项目位置	土地面积	规划建筑面积	土地成交价格	楼面地价	拿地时间	取得方式	权益	预计总投资额	预计开工时间
金水湖项目	福州	17.99	11.09	0.01	10.37	2017/9/4	股权收购	70.00	15.16	2019/7/18
溪山院子	漳州	8.00	13.74	0.57	510.07	2017/6/14	股权收购	49.00	9.21	2020/2/1

张家口崇礼项目	张家口	19.60	20.45	0.04	123.11	2016/12/20	股权收购	80.00	6.68	2019/7/31
南京江宁院子	南京	54.67	56.45	3.50	465.90	2017/12/20	股权收购	65.00	122.32	2019/5/30
鹿山院	江苏句容	48.20	45.76	4.85	467.20	2017/9/14	股权收购	100.00	76.33	2019/6/15
昆山淀山湖项目	昆山	39.41	39.81	0.66	174.21	2017/11/10	股权收购	100.00	-	2019/10/31
青山院子	杭州	31.05	31.05	0.77	255.13	2017/10/18	股权收购	49.00	50.58	2019/7/20
惠阳金尊府	惠州	3.90	13.05	--	--	2017/9/8	股权收购	100.00	12.72	2019/9/30
巽寮湾滨海项目	惠州	6.98	12.48	3.52	2800.96	2016/12/31	招拍挂	51.00	14	2019/4/24
任庄	郑州	7.20	14.40	4.43	5535.21	2017/6/27	股权收购	82.00	22.91	2019/10/15
上街院子项目	郑州	28.38	57.51	2.60	349.36	2017/7/4	股权收购	65.60	38.88	2019/4/4
茅山项目	南京	8.95	8.90	1.04	1162.98	2017/8/1	股权收购	100.00	12.67	2020/4/10
郑州广汇	郑州	5.43	11.37	6.37	5604.66	2018/5/1	股权收购	82.00	14.68	2019/5/15
中山东凤汉莎书院	中山	10.50	15.76	0.49	312.71	2018/12/30	股权收购	65.00	17.62	2019/5/10
合计		290.26	351.82	--	--	--	--	---	413.77	--

注：1. 数据口径为全口径，未取得开工证的土地储备；公司土地储备容积率较低，项目基本产品定位为低密度高尚住宅，例如金水湖、溪山院子、江宁院子等；2. 股权收购取得的项目楼面地价为被收购公司取得土地时的价格
资料来源：公司提供

总体看，公司目前土地储备主要集中在一、二线城市，规模较小，对未来持续发展形成一定限制，未来储备项目投资规模较大，公司融资压力大。

3. 房地产租赁

公司自持物业主要为泰禾广场商业物业，分别为福州五四北泰禾广场、福州东二环泰禾广场、石狮泰禾广场、泉州东海时尚广场和北京泰禾中央广场，主要位于福建地区。公司将地段较好的商业物业用于自持，合理控制自持比例。截至2019年3月底，公司自持物业规模为70.77万平方米。2016—2018年，公司分别实现租金收入0.66亿元、2.62亿元和3.64亿元。

表9 截至2019年3月底公司自持物业租赁情况
(单位：万平方米、%、元/平方米·月)

项目名称	自持面积	开业时间	出租率	租金水平
福州五四北泰禾广场	6.61	2013.9	98.20	113.25
福州东二环泰禾广场	13.24	2015.12	83.24	133.96
石狮泰禾广场	14.77	2015.9	70.77	67.29
北京泰禾中央广场	18.41	2018.11	26.62	115.93

泉州东海时尚广场	13.75	2017.9	66.95	75.55
泰禾大厦	1.29	2018.10	70.05	245.32
东四环金尊府	2.70	-	-	-
合计	70.77	-	-	-

资料来源：公司提供

福州五四北泰禾广场是公司进军高端商业地产的首个项目；由购物中心、步行街和5栋SOHO办公组成，是一个集购物、休闲、娱乐、餐饮、办公、居住为一体的大型高端城市综合体，出租率达98.20%。福州东二环泰禾广场整体由泰禾广场、泰禾新天地、文化娱乐集群、世界级酒店集群、市中心商务集群、高端奢华住区等六大板块构成，涵盖奢侈品购物中心，水秀广场、国际酒店集群、5A甲级写字楼、顶级SOHO等众多业态出租率为83.24%，有所下降。北京泰禾中央广场、泰禾大厦出租率分别为26.62%和70.05%，处于较低水平，主要系2018年项目陆续完工转入自持物业，该部分新增物业招租时间较短，出租率较低所致；石狮泰禾广场和泉州东海时尚广场出租率较低主要系部分租户退租所致。东四环金尊府为收购存

量房项目，在转换时点已达到可出租状态，为提高租金收益率，公司根据意向客户的需求分层对房产内部进行精装修，截至 2019 年 3 月底相关租赁合同正在洽谈中，故尚未出租。

租金水平方面，规模较大且定位高端的东二环泰禾广场为 133.96 元/平方米·月，北京泰禾中央广场租金为 115.93 元/平方米·月。物业管理费方面，五四北泰禾广场为 26.88 元/平方米·月，东二环泰禾广场和泉州东海时尚广场分别为 30.35 元/平方米·月和 32.24 元/平方米·月。2018 年，公司自持物业的物业管理费为 3.86 亿元。

总体看，公司自持物业以泰禾广场系列为主，主要位于北京和福建省内；跟踪期内，受新增物业招租时间较短影响，出租率有所下降。未来随着已开业项目的日益成熟以及新项目的陆续开业，公司自持物业租赁收入及相关物业管理费收入有望进一步提高。

4. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 25.10 次、0.14 次和 0.14 次，公司整体经营效率一般。

5. 未来发展

未来，公司将坚持以房地产为核心，为全面提升城市生活品质和自身多元化发展而践行“泰禾+”战略，依托自身在品牌等领域的竞争优势，聚合其他相关服务领域资源，实现跨领域发展。

公司坚持走高品质高附加值的精品路线，提升产品质量，做好项目品控，在产品的业态和类型上，结合不同区域的文化特性和客户需求，探索适合的产品定位，不断完善产品体系，以更好地满足客户需求。持续完善内部控制体系，加强集团管控，推进组织管控体系扁平化。在公司经营运作过程中，不断强化对现有重点项目监控跟进，确保重大节点推进有序。公司职能部门依据公司内部控制制度，确保内控工

作有效执行，监督促进公司各项目稳定推进，在招投标、采购管理等方面充分发挥监控作用以“促周转，抓回款”为业务经营重心，强化管理人员经营意识和现金流意识，坚持资金统筹管理，加强资金管控力度，提高资金使用效率。融资方面，进一步加大与金融机构的合作力度，与大型金融机构建立稳定合作关系，调整优化债务结构，提高贷款集中度；积极创新融资方式，推进资产证券化、资产支持票据、公司债券等融资工作，优化债务结构，降低资金成本，支撑企业健康发展。投资方面，将项目开发风险及资金风险前置考虑，谨慎评估项目全周期风险。

总体看，公司依托房地产主业，并拓展相关领域的发展策略符合其自身经营实际。

九、重大事项

2019 年 3 月，公司全资子公司与上海世茂股份有限公司（以下简称“世茂股份”）全资子公司签署《杭州泰禾蒋村项目股权转让协议书》，转让杭州泰禾持有的杭州艺辉商务咨询有限公司（以下简称“杭州艺辉”）51%股权，股权对价为 3.79 亿元。本次交易将采用分步方式进行，交易完成后，杭州泰禾持有杭州艺辉 49%股权，杭州艺辉将不再纳入公司合并报表范围，成为公司参股公司。公司全资子公司与世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”）全资子公司签署《南昌茵梦湖国际旅游度假区项目股权转让协议书》，转让南昌茵梦湖项目四家标的公司南昌茵梦湖置业有限公司（以下简称“茵梦湖置业”）、南昌欧风置业有限公司（以下简称“欧风置业”）、南昌茵梦湖酒店投资管理有限公司（以下简称“茵梦湖酒店”）、南昌安晟置业有限公司（以下简称“安晟置业”）各 51%股权，本次交易对价 18.06 亿元，双方将合作开发南昌茵梦湖国际旅游度假区项目。本次交易的定价依据为参考目标公司及项目公司近期的财务报告、财务

状况与资产情况，以截至协议签署日公司及子公司对目标公司及项目公司的累计总投入金额为议价基础，参考项目公司所持房地产项目的基本情况以及未来销售前景，根据平等、自愿原则，通过充分协商达成一致予以确定。

2019年5月，公司全资子公司与世茂房地产全资子公司签署《佛山泰禾院子项目股权转让协议书》，转让持有的佛山市顺德区中维房地产开发有限公司（以下简称“顺德中维”）30%股权，股权对价款为370.37万元，同时厦门锦翌承接福建中维对顺德中维的股东借款31935.61万元，交易总对价为3.23亿元。17日，公司全资子公司与世茂房地产全资子公司签署《广州泰禾增城项目股权转让协议书》，将广州增城项目公司增城荔涛房地产有限公司（以下简称“增城荔涛”）、增城荔丰房地产有限公司（以下简称“增城荔丰”）51%股权进行转让，交易对价32.05亿元。本次交易完成后，增城荔涛、增城荔丰将不再纳入公司合并报表范围，成为公司参股公司。双方将合作开发广州增城项目。本次交易的定价依据为参考项目公司近期的财务报告、财务状况与资产情况，以截至协议签署日公司及子公司对项目公司的累计总投入金额为议价基础，参考项目公司所持房地产项目的基本情况以及未来销售前景，根据平等、自愿原则，通过充分协商达成一致予以确定。

2019年6月，公司全资子公司与五矿国际信托有限公司（以下简称“五矿信托”）签署股权转让协议，将广州增城项目公司增城荔涛和增城荔丰29%股权进行转让，受让方为五矿信托拟设立的信托计划。交易对价18.22亿元。本次交易完成后，增城荔涛、增城荔丰仍为公司参股公司。本次交易的定价依据为参考项目公司近期的财务报告、财务状况与资产情况，以截至协议签署日公司及子公司对项目公司的累计总投入金额为议价基础，参考项目公司近期股权交易价格，根据平等、自愿原则，通过充分协商达成一致予以确定。

2019年6月，公司全资子公司与济南泰悦房地产开发集团有限公司（以下简称“济南泰悦”）及相关金融机构签署股权转让协议，向济南泰悦转让达盛集团山东置业有限公司（以下简称“达盛置业”）70%股权，股权转让对价为3.97亿元。交易完成后，公司不再持有达盛置业的股权。本次交易的定价依据以截至协议签署日公司及子公司对项目公司的累计总投入金额为议价基础，参考公司全资子公司原收购项目公司交易对价，根据平等、自愿原则，通过充分协商达成一致予以确定。

2019年6月，公司控股子公司与河南天伦地产集团有限公司（以下简称“天伦地产”）签署股权转让协议，向天伦地产指定主体转让河南润天置业有限公司（以下简称“润天置业”）100%股权，总对价为12.60亿元（包括目标公司的股权收购款以及承接目标公司原股东借款等）。交易完成后，公司不再持有润天置业的股权。本次交易的定价依据以截至协议签署日公司及子公司对项目公司的累计总投入金额为议价基础，参考公司控股子公司原收购项目公司交易价格，根据平等、自愿原则，通过充分协商达成一致予以确定。

总体看，跟踪期内，为加大资金回笼力度、缓解债务压力，公司出售了多家项目公司的部分股权，公司资金流动性压力得到一定的缓解。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年1—3月财务数据未经审计。

从合并报表范围看，截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司为424家，较2017年底增加104家，减少11家。总体看，公司合并范围的变化，对财务数据可比性有一定影响。

截至2018年底,公司(合并)总资产2431.36亿元,所有者权益合计318.89亿元(含少数股东权益134.30亿元);2018年,公司实现营业收入309.85亿元,利润总额50.76亿元。

截至2019年3月底,公司(合并)资产总额2472.78亿元,所有者权益合计382.01亿元(含少数股东权益168.11亿元);2019年1—3月,公司实现营业收入74.54亿元,利润总额13.21亿元。

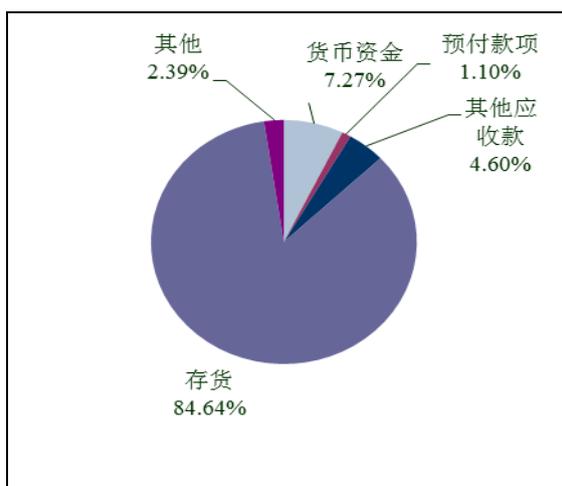
2. 资产质量

2016—2018年,公司资产总额快速增长,年均复合增长40.39%。截至2018年底,公司(合并)总资产2431.36亿元,较上年底增长17.79%;其中,流动资产占84.32%,非流动资产占15.68%,公司资产以流动资产为主,符合房地产开发企业特征。

流动资产

2016—2018年,公司流动资产快速增长,年均复合增长37.86%。截至2018年底,公司流动资产2050.09亿元,较上年底增长16.11%,增长主要来自于存货的增加;流动资产主要由货币资金(占7.27%)、存货(占84.64%)和其他应收款(占4.60%)等构成。

图2 截至2018年底公司流动资产构成



注:其他包括交易性金融资产、应收账款等
资料来源:公司财务报告

2016—2018年,公司货币资金波动增长,年均复合增长18.31%。截至2018年底,公司

货币资金148.95亿元,较上年底下降10.19%,主要系投资支付现金规模较大所致。其中,银行存款占99.98%。截至2018年底,公司货币资金中受限货币资金33.37亿元,占比22.46%,受限比例较高,主要是借款质押、按揭保证金。

2016—2018年,公司预付款项快速增长,年均复合增长41.61%。公司预付款项主要为预付土地款,截至2018年底,公司预付款项22.47亿元,同比增长7.21%。从账龄来看,账龄在1年以内的预付账款占65.31%,1~2年以内占34.69%。截至2018年底,公司预付对象前五名合计11.05亿元,占预付账款年末余额的49.16%,集中度高。

2016—2018年,公司其他应收款波动快速增长,年均复合增长37.72%。截至2018年底,公司其他应收款账面余额99.26亿元,坏账准备4.94亿元(坏账计提比例4.98%),账面净值94.32亿元,同比下降32.99%,主要系关联方款项减少51.11亿元和并购意向款减少12.20亿元所致。从集中度来看,截至2018年底,公司其他应收款前五名欠款单位欠款合计42.52亿元,全部为关联方款项,占其他应收款期末余额的41.83%,欠款集中度高;前五名欠款单位的欠款中账龄在1年以内的占其他应收款期末余额的11.40%。

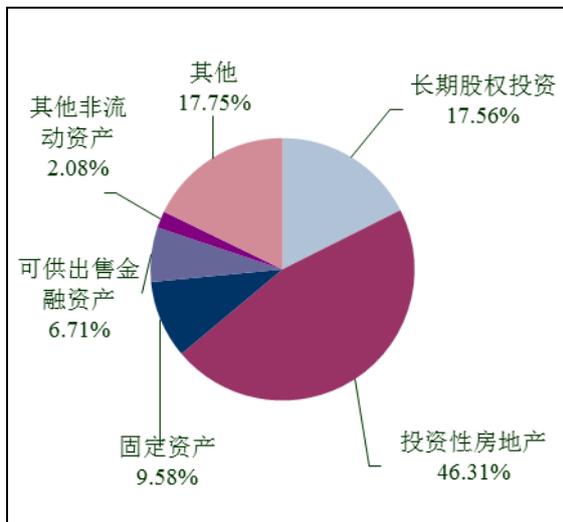
2016—2018年,公司存货快速增长,年均复合增长39.75%。截至2018年底,公司存货账面价值1735.28亿元,较上年底增长23.32%,主要系开发成本的增加。其中,开发产品账面价值134.86亿元(占7.81%),主要包括“北京中央广场(大兴01地块)”项目(余额49.26亿元)、“厦门院子”项目(余额15.70亿元)、“东二环泰禾广场西区”项目(余额14.77亿元)和“北京院子”项目(余额10.67亿元)等;开发成本账面价值1599.84亿元(占92.19%)。截至2018年底,公司累计计提跌价准备3.07亿元,主要针对石狮泰禾广场、厦门院子、宁德红树林、福鼎红树林、南昌御湖半山以及恒海国际花园别墅等项目,主要由于

部分城市房价、地价持续调整，公司基于审慎的财务策略，按照预计可变现净值低于其成本的差额，对存在风险的项目计提存货跌价准备，计提比例 0.18%。考虑到公司项目储备主要位于一、二线城市，地理位置较好，公司存货跌价准备计提充分。截至 2018 年底，公司存货中 410.30 亿元用于抵押借款，抵押比例较高。公司存货中开发成本占比较高，未来存在一定的去化压力，且变现能力存在一定不确定性。房地产市场价格波动，将对公司大规模存货产生重大影响。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 56.88%。截至 2018 年底，公司非流动资产 381.27 亿元，较上年底增长 27.69%，主要系投资性房地产、固定资产和在建工程增加所致。公司非流动资产由可供出售金融资产（占 6.71%）、长期股权投资（占 17.56%）、投资性房地产（占 46.31%）、固定资产（占 9.58%）和在建工程（占 5.58%）等构成。

图 3 截至 2018 年底公司非流动资产构成



注：其他包括长期应收款、无形资产、商誉、递延所得税资产等
资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 63.42%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 25.60 亿元，较上

年底下降 9.16%，主要是本期减少对外贸信托汇鑫 56 号结构化债券投资集合资金投资（3.55 亿元）所致。截至 2018 年底，可供出售金融资产公司可供出售金融资产按成本计量占比 96.23%，未计提减值准备；按公允价值计量的占比 3.77%。

公司长期股权投资均为对合营及联营企业的投资，主要由房地产项目合作开发产生。2016—2018 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 182.60%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 66.96 亿元，较上年底变化不大。其中，公司新增对合营企业太仓禾发房地产开发有限公司投资 2.81 亿元，权益法下确认投资损益 5.28 亿元。

2016—2018 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 33.55%。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 176.56 亿元，较上年底增长 43.32%，主要系公司购买的东四环金尊府、自行开发的泰禾大厦、东海时尚 MALL 等项目由存货转入投资性房地产所致。公司投资性房地产采用公允价值计量，本期新增投资性房地产的原入账价值 33.92 亿元，期末公允价值 49.17 亿元。截至 2018 年底，公司投资性房地产中账面价值 171.66 亿元作为借款抵押，占总额的 97.17%，受限规模较大。

2016—2018 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 38.85%。截至 2018 年底，公司固定资产 36.54 亿元，较上年底增长 44.65%，主要系购置及在建工程转入固定资产所致。截至 2018 年底，公司固定资产中 34.21 亿元作为借款抵押，占总额的 93.63%，受限规模较大。

截至 2018 年底，公司在建工程 21.26 亿元，较 2017 年底大幅增加 20.29 亿元，主要系公司自行开发的尹山湖购物中心、南京路子铺项目、自持商业深圳坪山广场等项目拟自持或出租由存货转入在建工程核算所致。

2016—2018 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 216.89%。截至 2018 年底，公司无形资产 14.15 亿元，较上年底大幅增加 13.38 亿

元，主要系公司自行开发的亚龙湾泰禾酒店项目、新孙河项目自持公寓等项目拟自持，由存货转入土地使用权所致。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 7.91 亿元，较上年底下降 70.04%，主要系股权收购款和大业信托 泰禾山西太原项目集合资金信托计划劣后级份额减少所致

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限的资产账面价值 683.14 亿元，占相应资产账面价值的比例为 32.03%，占资产总额的 28.10%，主要由货币资金、存货、投资性房地产和固定资产等构成（详见下表）。

表 10 截至 2018 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元、%)

受限资产	账面价值	受限金额	受限比例	受限原因
货币资金	148.95	33.37	22.40	借款质押、按揭保证金
存货	1735.28	410.30	23.64	为借款提供抵押担保
投资性房地产	176.56	171.66	97.22	为借款提供抵押担保
固定资产	36.54	34.21	93.62	为借款提供抵押担保
在建工程	21.26	21.26	100.00	为借款提供抵押担保
无形资产	14.14	12.34	87.27	为借款提供抵押担保
合计	2132.73	683.14	32.03	-

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 2472.78 亿元，较 2018 年底增长 17.79%；其中流动资产占 81.19%，非流动资产占 18.81%，流动资产占比有所下降。截至 2019 年 3 月底，公司流动资产 2007.66 亿元，较 2018 年底增长 16.11%，其中货币资金 206.43 亿元，较 2018 年底增长 38.59%，主要系销售回款收到的现金增加以及引入少数股东增资所致；应收账款 24.51 亿元，较 2018 年底增加 12.63 亿元，主要系项目结转应收购房尾款增加所致；存货

1606.02 亿元，较 2018 年底下降 7.45%，主要系销售结转所致。截至 2019 年 3 月底，公司非流动资产 465.12 亿元，较 2018 年底增长 21.99%。其中，投资性房地产 259.88 亿元，较上年底增长 47.19%，主要系将部分作为存货的房地产及自用建筑物改为出租所致；新增投资性房地产的原入账成本 69.67 亿元，期末账面价值 83.31 亿元。公司可供出售金融资产余额为 0 亿元，主要是公司依据新金融工具准则规定，将原计入“可供出售金融资产”的科目，分别计入“其他权益工具投资”和“债权投资”，相应地，公司新增其他权益工具投资 24.37 亿元，新增债权投资 1.16 亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主；流动资产中存货规模大，公司资产受限比例较高，对流动性和再融资形成不利影响。整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 21.18%。截至 2018 年底，公司所有者权益 318.89 亿元，较上年底增长 26.95%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，少数股东权益 134.30 亿元，归属于母公司的所有者权益 184.59 亿元，归属于母公司所有者权益中实收资本占 6.74%，资本公积占 19.68%，其他综合收益占 23.72%，盈余公积占 1.48%，未分配利润占 48.37%。

截至 2018 年底，公司资本公积 36.33 亿元，较上年底下降 21.58%，主要系本年收购子公司少数股东权益以及增资合并子公司导致资本公积减少。同期，公司其他综合收益 43.79 亿元，较上年底增长 32.33%，主要系存货转入按公允价值计量的投资性房地产所产生的。

截至 2018 年底，公司少数股东权益 134.30 亿元，较上年底增长 49.04%，主要系非全资子公司增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益

382.01 亿元，较 2018 年底增长 19.79%，主要系少数股东权益和其他综合收益增长所致。

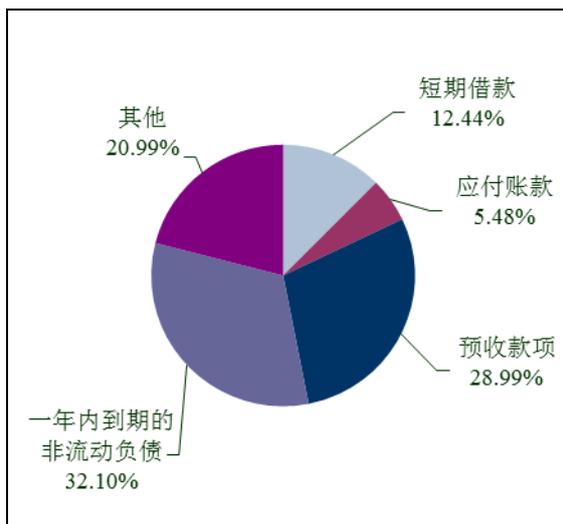
总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模有所扩大，未分配利润和其他综合收益占比较高，同时，随着合作项目的增多，少数股东权益快速增长，占比较高，公司所有者权益整体稳定性一般。

负债

2016—2018 年，公司负债快速增长，年均复合增长 44.16%。截至 2018 年底，公司负债总额 2112.47 亿元，较上年底增长 16.52%；其中，流动负债占 61.04%，非流动负债占 38.96%，流动负债占比同比提高 13.10 个百分点。公司负债结构中，非流动负债占比较高。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 72.17%。截至 2018 年底，流动负债合计 1289.37 亿元，较上年底增长 48.36%，主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；主要由短期借款（占 12.44%）、应付账款（占 5.48%）、预收款项（占 28.99%）、其他应付款（占 15.71%）以及一年内到期的非流动负债（占 32.10%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司流动负债构成



注：其他包括应付票据、应交税费等

资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长 5.87%。截至 2018 年底，

公司短期借款 160.38 亿元，较上年底下降 26.49%，主要系公司调整债务结构，减少短期借款金额所致。公司短期借款主要为金融机构的借款（包括银行、信托等），占 94.88%。公司金融机构借款以部分存货作抵押，以部分应收账款及子公司的股权及收益权作质押，并由泰禾投资及实际控制人黄其森等关联方提供担保。

2016—2018 年，公司应付账款有所增长，年均复合增长 7.10%。截至 2018 年底，公司应付账款 70.06 亿元，较上年底增长 3.69%，主要系公司工程项目增加，未结算工程款也随之增加所致。

公司预收款项主要为对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户购房款。受公司开发项目实现预售的规模持续增长的影响，2016—2018 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 56.63%。截至 2018 年底，公司预收款项 373.80 亿元，较上年底增长 65.96%，主要系房地产预售规模扩大所致。公司预售金额前五名项目包括“泰禾太原晋阳湖”（余额 56.03 亿元）“长兴岛”项目（余额 38.20 亿元）“昌平拾景园”项目（余额 26.13 亿元）“佛山院子”项目（余额 24.05 亿元）和“尹山湖”项目（余额 20.98 亿元）。公司预收账款保持较大规模，对未来结算收入的确认提供一定保障。

2016—2018 年，公司其他应付款大幅增长，年均复合增长 329.25%。截至 2018 年底，公司其他应付款 202.61 亿元，较上年底大幅增长 97.05 亿元，主要系往来款和未付股权转让款大幅增长所致；其中，往来款占比 62.53%，客户暂收款 15.06%，未付股权转让款占比 16.17%。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 209.23%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 413.90 亿元，较上年底大幅增加 201.31 亿元，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券大幅增加所致。其中，一年内到期的

金融机构借款（银行、信托）348.96 亿元（占 84.31%）、一年内到期的应付债券 64.75 亿元（占 15.64%）。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 18.97%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 823.11 亿元，以长期借款（占比 70.54%）以及应付债券（占比 26.77%）为主。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 21.59%。截至 2018 年底，公司长期借款 580.64 亿元，较上年底下降 17.67%，

主要由质押借款和抵押借款构成。公司长期借款中，将于 2020 年到期占比 60.54%，2021 年到期占比 32.93%，2022 年及以后到期占比 6.53%。还款期限集中于 2020 年，存在一定的集中兑付压力。

2016—2018 年，公司应付债券不断增长，年均复合增长 12.48%。截至 2018 年底，公司应付债券账面价值 220.33 亿元，较年初增长 0.64%，变化不大。

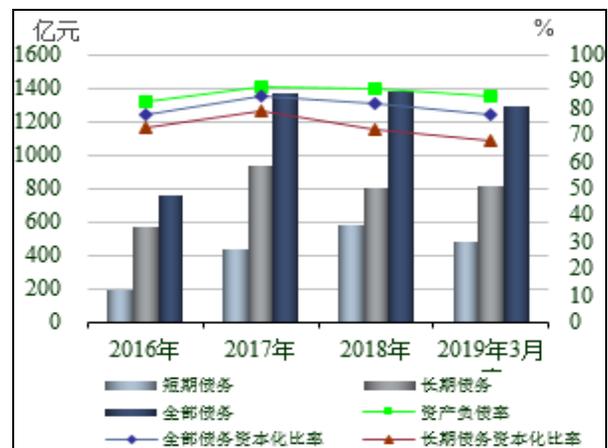
表 11 截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额(亿)	证券类别	特殊条款	下一行权日
15 泰禾 04	2015/12/23	2019/12/23	14.77	私募债	回售,调整票面利率	--
16 泰禾 01	2016/3/28	2019/3/28	29.97	私募债		--
16 泰禾 MTN001	2016/5/3	2019/4/30	20.01	一般中期票据		--
16 泰禾 02、03	2016/5/24	2021/5/25	44.86	一般公司债	调整票面利率,回售	2019/5/27
17 泰禾 MTN001	2017/6/30	2020/7/5	14.93	一般中期票据	交叉违约	--
17 泰禾 01	2017/8/15	2020/8/15	29.94	私募债	回售,调整票面利率	2019/8/15
17 泰禾 MTN002	2017/9/1	2020/9/8	19.9	一般中期票据	交叉违约	--
17 泰禾 02	2017/9/29	2020/10/10	29.95	私募债	回售,调整票面利率	2019/10/10
18 泰禾 01	2018/7/30	2021/8/2	14.99	私募债	回售,调整票面利率	2020/8/2
18 泰禾 02	2018/9/13	2021/9/19	14.99	私募债	回售,调整票面利率	2020/9/19
18 泰禾美元债 01	2018/1/17	2021/1/17	13.54			--
18 泰禾美元债 02	2018/1/17	2023/1/17	15.33			--
18 泰禾美元债 03	2018/3/6	2023/3/6	15.38			--
18 泰禾美元债 04	2018/5/13	2023/5/23	6.53			--
合计			285.09			

注：其中一年内到期金额为 64.75 亿元，已重分类至一年内到期的非流动负债中
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 2090.77 亿元，较 2018 年底下降 1.03%，变化不大。其中，流动负债 1253.78 亿元（占 59.97%），非流动负债 836.99 亿元（占 40.03%），流动负债占比较 2018 年底略有下降。

图 5 近年来公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，将长期应付款中的有息部分计入有息债务，2016—2018年，公司有息债务快速增长，年均复合增长35.30%。截至2018年底，公司全部债务1382.27亿元，较上年底略有增长。其中，短期债务580.36亿元（占41.99%），较上年底增长33.75%；长期债务801.91亿元（占58.01%），较上年底下降13.61%；公司短期债务规模较大，存在一定的短期偿付压力。

债务指标方面，2016—2018年，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三年加权平均分别为86.27%、81.49%和73.85%。2018年，受公司加大销售力促回款偿还债务以及利润增加的综合影响，公司资产负

债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均呈下降趋势，分别为86.88%、81.25%和71.55%，分别较2017年底减少0.95个百分点、3.18个百分点和7.15个百分点。

截至2019年3月底，公司全部债务1285.72亿元，较2018年底下降6.99%，主要系公司“16泰禾01”到期兑付所致。其中，短期债务474.11亿元（占36.87%），较2018年底下降18.31%；长期债务811.61亿元（占63.13%），较2018年底增长1.21%。截至2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化率以及长期债务资本化率分别为84.55%、77.09%和68.00%，较2018年底分别下降了2.33个百分点、4.16个百分点和3.55个百分点。

表12 截至2019年3月底公司债务到期期限情况（单位：亿元）

项目	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	长期应付款	应付债券	资产支持专项计划	债务合计
2019年4—12月	145.69	9.60	177.20	--	--	125.00	15.79	473.28
2020年	--	3.27	87.37	209.21	0.93	64.83	--	365.61
2021年	--	--	--	345.40	--	49.73	--	395.13
2022年及以后	--	--	--	36.70	--	15.00	--	51.70
合计	145.69	12.87	264.57	591.31	0.93	254.56	15.79	1285.72

注：应付债券部分考虑回售金额，其中“17泰禾01”将于2019年8月面临回售，“17泰禾02”将于2019年10月面临回售，“18泰禾01”将于2020年8月面临回售，“18泰禾02”将于2020年9月面临回售

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司债务负担略有下降，但规模仍很大，债务负担重，短期债务占比较高，债务期限集中于2019—2021年，存在较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

受益于房地产业务的快速发展，2016—2018年，公司营业收入呈快速增长趋势。2018年公司实现营业收入309.85亿元，同比增长27.35%。同期，公司营业成本215.76亿元，同比增长22.53%，增速低于营业收入增速，同期公司营业利润率提高至24.86%。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）快速

增长，占营业收入的比重呈波动上升趋势，分别为6.87%、10.57%和9.87%，主要是销售费用和财务费用快速增长所致。2018年，公司期间费用合计30.60亿元，同比增长18.94%。公司期间费用中销售费用占比较高，2018年，公司销售费用13.57亿元，同比增长20.37%，主要原因系公司开发项目增加，相应的宣传推广支出增加所致。2018年，公司管理费用8.73亿元，同比增长18.60%，主要系公司规模扩大，相应费用增加所致；财务费用8.30亿元，同比增长17.03%，主要系借款利息支出增加，相应的费用化的利息支出增加所致。2018年，公司期间费用占营业收入的比重为9.87%，占比下降0.70个百分点。

非经营性损益方面，2018年，公司实现投资收益4.42亿元，同比有所下降，主要系处置长期股权投资产生的投资收益减少所致；公允价值变动损益6.72亿元，主要为按公允价值计量的投资性房地产的增值。2018年，公司投资收益和公允价值变动损益合计11.14亿元，占利润总额的21.95%，对利润总额影响较大。

2018年，公司营业外支出3.55亿元，较上年增长46.46%，主要系对外捐赠、违约金、赔偿金等增加所致。

2018年，公司利润总额为50.76亿元，较2017年增长69.62%，盈利水平稳步提高。

盈利指标方面，2018年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为2.77%和12.26%，分别较上年增加0.82个和2.97个百分点。

2019年1—3月，公司实现营业收入74.54亿元，同比增长24.47%，主要系公司结转项目规模增加所致，为2018年营业收入的24.06%；同期，公司实现利润总额为13.21亿元，同比增长216.79%，为2018年利润总额的26.03%。2019年1—3月，公司营业利润率为21.69%，较2018年全年水平减少3.17个百分点。

图6 2016—2019年一季度公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，跟踪期内，公司营业收入和利润水平快速增长，盈利能力有所提高；非经营性损益对公司利润总额影响较大。未来随着在建项目陆续竣工，相应收入实现结转，公司收入

规模有望持续提升。

5. 现金流及保障

从经营活动来看，2016—2018年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长59.70%。2018年，公司经营活动现金流入量为460.36亿元，同比增长53.39%，主要系公司加大推盘力度同时严格考核项目回款，加速现金回流所致。其中，销售商品、提供劳务收到的现金460.36亿元，占88.57%，同比增长42.08%。收到其他与经营活动有关的现金100.77亿元，同比大幅增长，主要是资金往来收到的现金增加所致。2016—2018年，公司经营活动现金流出量波动中有所增长，年均复合增长14.56%。2018年，公司经营活动现金流出量为421.82亿元，同比下降14.15%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金269.10亿元，同比有所下降，主要系受融资环境趋紧及到期债务集中对付压力较大综合影响，公司购地支出有所下降所致。支付其他与经营活动有关的现金84.07亿元，大幅减少，主要是资金往来减少所致。2018年，公司经营活动现金净流量为139.31亿元，由净流出转为大规模净流入。2018年，公司现金收入比为148.57%，较2017年提高15.41个百分点，公司经营获现能力有所提升。

从投资活动来看，2016—2018年，公司投资活动现金流入快速增长。2018年，公司投资活动现金流入量为61.93亿元，同比增长72.17%，主要系本期处置投资及收回合作方财务资助收到的现金增加所致。其中，收到其他与投资活动有关的现金48.93亿元，同比增长97.94%，主要是收回合作方资金资助款及利息增加所致。2016—2018年，公司投资活动现金流出波动增长。2018年，公司投资活动现金流出量为184.76亿元，同比下降47.09%，主要系对外投资支付的现金减少所致。其中，取得子公司等支付的现金净额108.12亿元。2018年，公司投资活动现金净流量为-122.83亿元，投资活动现金持续净流出，但规模有所缩减。

从筹资活动来看，2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流入量波动幅度较大。2018年，公司筹资活动现金流入量为915.28亿元，较上年下降25.92%，主要是取得借款收到的现金减少所致。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流出量快速增长。2018年，公司筹资活动流出量为949.38亿元，较上年增长26.43%，其中偿还债务支付的现金671.73亿元，分配股利、利润或偿还利息支付的现金167.92亿元。2018年，公司筹资活动净流量为-34.10亿元，公司融资规模由净流入转为净流出。

2019年1—3月，公司采取持续加速推盘，促进回款同时减少对外投资等措施回笼现金以应对短期债务集中兑付压力，公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为119.39亿元、7.81亿元和-69.72亿元，经营活动和投资活动现金流量净额均为净流入，筹资活动现金流量持续净流出。

总体来看，跟踪期内，受益于公司销售回款增加以及购地支出减少，公司经营活动现金流量净额由净流出转为净流入，对外投资规模缩减，筹资活动现金流量由净流入转为净流出，考虑到公司在建项目规模较大，且短期债务压力较大，公司外部融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，

公司的流动比率和速动比率逐年下降，两项指标三年均值分别为190.05%和33.33%；2018年底，公司流动比率和速动比率分别为159.00%和24.42%，均较上年有所下降；由于公司存货规模较大，速动比率较低。截至2019年3月底，上述比率分别为160.13%和32.03%，较2018年底分别增加1.13个和7.62个百分点。2018年公司经营现金流动负债比为10.80，由负转正，主要系经营活动现金流量净额增加所致。2016—2018年，公司现金类资产对短期债务的保障倍数分别为0.48倍、0.31倍和0.20倍，现金类资产对短期债务的保障能力较弱。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA快速增长，年均复合增长48.71%，分别为27.11亿元、39.06亿元和59.96亿元；EBITDA利息倍数分别为0.48倍、0.46倍和0.46倍；全部债务/EBITDA分别为27.85倍、34.87倍和23.05倍。EBITDA对利息和全部债务的保障能力很弱。总体看，公司长期偿债能力弱。

截至2019年3月底，公司对外提供担保合计101.05亿元（实际担保金额38.03亿元），占净资产的11.93%，被担保企业主要为公司出资设立的合营房地产开发项目公司，一旦项目未能按照预期实现资金回笼或被担保企业净资产规模缩减，公司可能承担代偿义务，面临一定或有负债风险。

表 13 截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

(单位：亿元)

被担保对象名称	担保额度	实际担保金额	担保时间	担保期	担保类型
安徽省文一投资控股集团庐阳置业有限公司	20.00	3.06	2018/1/9	3 年	连带责任保证
达盛集团山东置业有限公司	30.50	6.74	2017/4/28	2 年	连带责任保证
厦门泰世房地产开发有限公司	15.50	14.50	2017/1/11	4 年	连带责任保证
苏州禾发房地产开发有限公司	18.05	4.72	2016/12/26	6 年	连带责任保证
太仓禾发房地产开发有限公司	12.00	6.00	2018/5/3	2 年	连带责任保证

北京泰禾影视文化发展有限公司	5.00	3.01	2017/9/11	5年	连带责任保证
合计	101.05	38.03	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计1284.22亿元，已使用额度258.76亿元，公司间接融资渠道通畅。公司是A股上市公司，具备直接融资渠道。

截至2019年3月底，公司重大未决诉讼为：2019年1月13日，公司全资子公司江苏泰禾锦城置业有限公司（以下简称“锦城置业”）与江苏沃得宝华休闲度假开发有限公司（以下简称“沃得宝华”）原股东东方发生涉及股权转让及项目开发事项的诉讼。目前本诉讼涉及的房地产项目尚未开发及销售，因此本诉讼对项目公司的生产经营无直接影响。截至2019年3月底，本案尚未开庭审理。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G1035040200028701），截至2019年6月28日，公司未结清信贷中有3笔关注类贷款（），主要系银行系统错误导致；已结清信贷中有10次欠息记录，不良/违约类贷款36笔，关注类贷款11笔。其中，8笔欠息系公司前身福建三农形成的历史记录，根据中国农业银行股有限公司三明分行于2016年8月10日提供的《证明》，公司在该行的借款均已结清，已结清贷款信息在人行征信系统中未及时更新；另2笔欠息为2019年6月20日发生的欠息记录，系厦门银行扣款发生错误所致（公司于6月20日将利息汇入该行，该行将其误操作为扣除本金）。

8. 抗风险能力

公司是从事房地产开发及运营的大型上市公司，其在行业地位、品牌影响力、项目运作及储备质量等方面具备显著竞争优势，同时，公司债务负担重，融资压力及偿债压力大。基于对公司自身经营和财务风险，以及未来公司

战略的综合判断，联合资信认为，公司整体抗风险能力一般。

9. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额为1108.76亿元，较上年底下降7.26%，主要来自于其他应收款的减少，其中流动资产占91.89%，非流动资产占8.11%。截至2018年底，母公司流动资产1018.88亿元，主要由货币资金（占2.16%）和其他应收款（占95.48%）等构成。同期，母公司非流动资产89.88亿元，主要由长期股权投资（占69.70%）和可供出售金融资产（占22.71%）构成。

截至2018年底，母公司所有者权益合计73.54亿元，较上年底增长8.54%，主要来自于未分配利润的增长。构成方面，母公司所有者权益主要由实收资本（占16.92%）、资本公积（占65.30%）、盈余公积（占3.13%）和未分配利润（占14.65%）构成。

截至2018年底，母公司负债为1035.22亿元，较上年底下降8.20%。构成方面，母公司流动负债占77.36%，非流动负债占22.64%。

有息债务方面，截至2018年底，母公司全部债务为445.90亿元，较上年底下降17.64%。其中，短期债务占47.46%，长期债务占52.54%，短期债务占比有较大提高。截至2018年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为93.37%、85.84%和76.11%，较上年底分别下降0.96个、3.03个和9.14个百分点，但母公司债务负担仍偏重。

损益方面，2018年，母公司收入为11.86亿元，利润总额为4.32亿元。同期，母公司投资收益为4.46亿元，投资收益为母公司主要利润来源。同期，母公司营业利润率为54.97%。

现金流方面，由于母公司不负责具体生产

经营，母公司经营活动现金流构成以收到和支付其他与经营活动有关的现金为主。2018年，母公司经营活动现金流净额为-28.47亿元，其中，经营活动现金流入量为505.60亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金；经营活动现金流出量为534.07亿元，主要为支付的其他与经营活动有关的现金；同期，母公司投资活动净现金流为-15.60亿元，母公司筹资活动现金流量净额为48.60亿元。

总体来看，母公司资产构成以非流动资产为主，长期股权投资占比高，资产流动性弱。母公司承担部分融资职能，整体债务负担偏重。母公司收入规模较小，利润来源主要为投资收益。

十一、存续债券偿债能力分析

公司于2017年发行的15亿元“17泰禾MTN001”和20亿元“17泰禾MTN002”将于2020年到期兑付。截至2018年底，公司剔除受限现金类资产116.41亿元，为存续期内债券的3.33倍。2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为59.96亿元、561.13亿元和139.31亿元，分别为存续期内债券的1.72倍、16.03倍和3.98倍。整体看，公司EBITDA和经营活动现金流对存续期内债券的保障能力强，但考虑到公司其他存续债券规模高，公司对上述债券保障能力弱于指标值。

表14 截至2019年6月底公司存续债券概况(单位:亿元)

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额	回售日期
15泰禾04	2015/12/22	2019/12/23	14.80	
17泰禾01	2017/8/15	2020/8/15	30.00	2019/8/15
17泰禾02	2017/9/29	2020/10/10	30.00	2019/10/10
小计			74.80	
17泰禾MTN001	2017/6/30	2020-07-05	15.00	
17泰禾MTN002	2017/9/1	2020-09-08	20.00	
18泰禾01	2018/7/30	2021-08-02	15.00	2020/8/2
18泰禾02	2018/9/13	2021-09-19	15.00	2020/9/19
小计			65.00	

16泰禾02	2016/5/24	2021-05-25	0.0009	
16泰禾03	2016/5/24	2021-05-25	15.00	
小计			15.0009	
合计			154.8009	

注：表中仅包括以公司为融资主体发行债券，假定债券在回售日赎回

资料来源：Wind

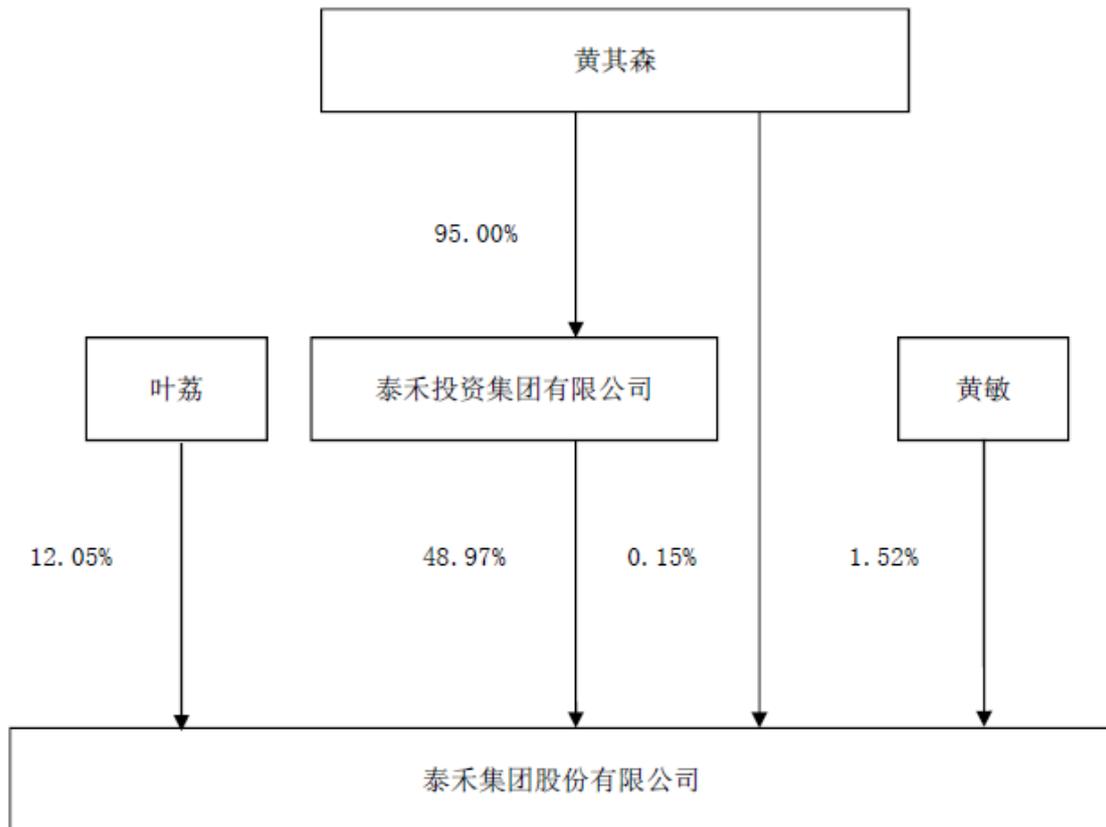
截至本报告出具日，公司存续期内的长期债券共154.8009亿元。其中，联合资信负责评级的债券为“17泰禾MTN001”和“17泰禾MTN002”，到期年份为2020年。2019年5月24日，公司发布《泰禾集团股份有限公司关于“16泰禾02”持有人回售实施结果的公告》，“16泰禾02”的回售金额为31.80亿元（含利息），剩余托管数量为906张，债券余额为0.0009亿元。截至本报告出具日，假定债券在回售日赎回，公司存续期内债券的偿债高峰期在2019年，当年最高偿还额度为74.80亿元（“15泰禾04”“17泰禾01”和“17泰禾02”，以下简称“测算金额”）。

2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和净流量对测算额度的保障倍数分别为0.80倍、7.50倍和1.86倍。公司经营活动现金流入量对单独年度内最高偿还额的保障程度较高。考虑到当年总体到期债务规模较大，公司面临较大的偿债压力。

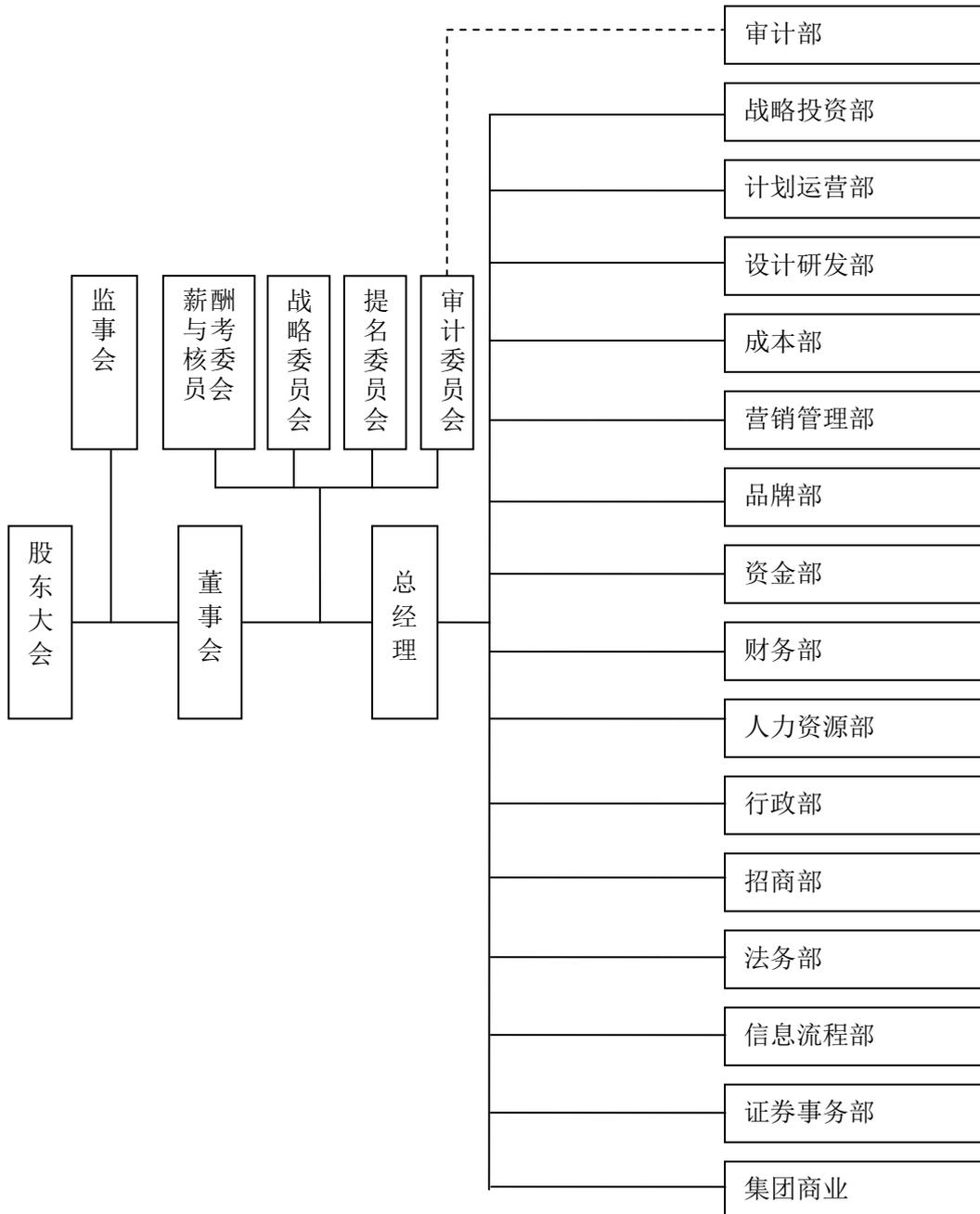
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持泰禾集团股份有限公司的主体长期信用等级为AA⁺，并维持“17泰禾MTN001”和“17泰禾MTN002”的信用等级为AA⁺，并继续将其列入评级观察名单。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底纳入公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	实收资本(万元)	持股比例(%)
1	北京中维泰禾置业有限公司	房地产开发	2000.00	100
2	北京泰禾置业有限公司	房地产开发	5000.00	100
3	北京泰禾嘉盈房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
4	北京泰禾中维园林绿化有限公司	园林绿化	200.00	100
5	北京中维泰禾房地产开发有限公司	房地产开发	1010.00	100
6	北京泰禾嘉华房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
7	北京泰禾嘉信房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
8	北京中维房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
9	北京泰禾嘉兴房地产开发有限公司	房地产开发	50000.00	100
10	北京泰禾锦绣置业有限公司	房地产开发	1000.00	100
11	北京泰禾博仁教育科技有限公司	技术推广服务	992.00	100
12	北京泰禾房地产开发有限公司	房地产开发	29229.31	63.63
13	北京泰禾商务俱乐部有限公司	服务业	100.00	63.63
14	北京泰禾中维物业管理有限公司	物业管理	5300.00	100
15	北京祥筑房地产开发有限公司	房地产开发	5100.00	40
16	北京昌基鸿业房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	51
17	东莞市金泽置业投资有限公司	房地产开发	3200.00	80
18	佛山市顺德区中维房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
19	福鼎泰禾房地产开发有限公司	房地产开发	5000.00	100
20	福州中维房地产开发有限公司	房地产开发	89930.00	100
21	福州泰禾新世界房地产开发有限公司	房地产开发	75000.00	100
22	福州泰维房地产开发有限公司	房地产开发	2000.00	100
23	福州中维商业物业管理有限公司	物业管理	300.00	100
24	福州泰屿房地产开发有限公司	房地产开发	10800.00	100
25	福州泰瑞房地产开发有限公司	房地产开发	15800.00	100
26	福州泰盛置业有限公司	房地产开发	115800.00	52.5
27	福州盛源德利实业有限公司	商贸	1000.00	100
28	福州中维实业有限公司	商贸	10000.00	100
29	福州中夏房地产开发有限公司	房地产开发	50000.00	100
30	福州泰禾新世界商业物业管理有限公司	物业管理	300.00	100
31	福州泰悦房地产开发有限公司	房地产开发	15800.00	100
32	福州美鸿林业有限公司	园林绿化	500.00	100
33	福州凯泽雅丹实业有限公司	商贸	1000.00	100
34	福州泰禾锦兴置业有限公司	房地产开发	1000.00	100

35	福州瑞邦道诚实业有限公司	商贸	1000.00	100
36	福州泰禾房地产开发有限公司	房地产开发	50000.00	100
37	福建中维房地产开发有限公司	房地产开发	50000.00	100
38	福州泰禾物业管理有限公司	物业管理	8900.00	100
39	福建华夏世纪园发展有限公司	房地产开发	8544.60	40
40	福建绿美食用菌科技发展有限公司	食用菌系列产品研究开发	300.00	36
41	福建一卡通网络有限责任公司	软件开发服务	5000.00	100
42	福建泰康房地产开发有限公司	房地产开发	17000.00	80
43	福州冠业房地产开发有限公司	房地产开发	19714.00	80
44	福建乐统房地产开发有限公司	房地产开发	18000.00	70
45	福建中设投资有限公司	房地产开发	2500.00	100
46	福州新海岸旅游开发有限公司	房地产开发	10000.00	100
47	福州金水湖房地产开发有限公司	房地产开发	1436.00	70
48	福建瀚晟同创实业有限公司	企业管理	5000.00	100
49	增城荔涛房地产有限公司	房地产开发	12712.47	100
50	增城荔丰房地产有限公司	房地产开发	7613.86	100
51	杭州泰禾锦鸿置业有限公司	房地产开发	1000.00	100
52	杭州福地影视制作有限公司	会展服务	1000.00	100
53	杭州富阳野风乐多房地产开发有限公司	房地产开发	120000.00	51
54	杭州多乐房地产开发有限公司	房地产开发	38000.00	51
55	惠州市泰禾嘉利房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
56	济南泰禾置业集团有限公司	房地产开发	5000.00	100
57	济南锦兴置业有限公司	房地产开发	1000.00	100
58	济南东禾置业有限公司	房地产开发	10000.00	51
59	江苏沃得宝华休闲度假开发有限公司	房地产开发	19745.24	100
60	句容同康医院有限公司	房地产开发	2450.00	100
61	句容濠峰置业有限公司	房地产开发	2000.00	100
62	江苏东恒海鑫置业有限公司	房地产开发	10000.00	100
63	江西蓝天碧水开发建设建设有限公司	房地产开发	9091.00	67
64	南昌世邦物业管理有限公司	物业管理	300.00	67
65	南京泰禾锦鸿置业有限公司	房地产开发	1000.00	100
66	南京吉庆房地产有限公司	房地产开发	15000.00	100
67	南京华誉悦港置业有限公司	房地产开发	53954.56	100
68	南京恒祥置业有限公司	房地产开发	2000.00	65
69	宁德市中维房地产开发有限公司	房地产开发	21000.00	100
70	宁德市泰瑞房地产开发有限公司	房地产开发	200.00	100
71	泉州华大泰禾广场投资有限公司	房地产开发	68823.53	100

72	石狮泰禾广场投资有限公司	房地产开发	16000.00	100
73	泉州盛华商贸实业有限公司	商贸	1000.00	100
74	泉州泰禾商业物业管理有限公司	物业管理	300.00	100
75	泉州连禾商业物业管理有限公司	物业管理	300.00	100
76	泉州连禾置业有限公司	房地产开发	80000.00	100
77	泉州连禾商贸实业有限公司	商贸	1000.00	100
78	泉州之眼文化传播有限公司	文化传播	200.00	100
79	泉州禾悦市场管理有限公司	市场管理	500.00	100
80	福建省三农化学进出口有限公司	进出口业务	2000.00	95
81	厦门泰禾新世界房地产开发有限公司	房地产开发	10000.00	100
82	厦门泰禾房地产开发有限公司	房地产开发	10000.00	100
83	上海红御投资管理有限公司	投资管理	100.00	100
84	上海红御房地产开发有限公司	房地产开发	70000.00	100
85	上海泰维房地产开发有限公司	房地产开发	2100.00	100
86	上海禾启房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
87	上海兴闾房地产开发有限公司	房地产开发	5000.00	100
88	上海务彤投资管理有限公司	企业管理	8800.00	100
89	上海禾岭房地产开发有限公司	房地产开发	5000.00	100
90	上海金闾房地产开发有限公司	房地产开发	10000.00	100
91	深圳泰禾房地产开发有限公司	房地产开发	10000.00	100
92	深圳中维菁山房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
93	河北泰禾房地产开发集团有限公司	房地产开发	5000.00	100
94	河北泰禾嘉兴房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
95	河北脉汇房地产开发有限公司	房地产开发	6000.00	100
96	石狮泰禾商业物业管理有限公司	物业管理	300.00	100
97	石狮奇幻文化传播有限公司	文化艺术活动策划	150.00	100
98	石狮泰禾商业运营管理有限公司	商业管理	500.00	100
99	苏州禾瑞房地产开发有限公司	房地产开发	150000.00	100
100	苏州锦润置业有限公司	房地产开发	90000.00	100
101	山西俊嘉房地产开发有限公司	房地产开发	15000.00	100
102	天津泰禾鸿运集团有限公司	房地产开发	10000.00	100
103	天津泰禾锦川置业有限公司	房地产开发	3000.00	100
104	武汉泰禾房地产开发集团有限公司	房地产开发	10000.00	100
105	华誉投资发展有限公司	投资管理	0.00	100
106	张家口鸿运房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
107	张家口崇礼区亚龙湾房地产开发有限公司	酒店餐饮	1000.00	80
108	福建三农农化有限公司	商贸	800.00	75

109	福建泰信置业有限公司	房地产开发	1000.00	100
110	福建泰维置业有限公司	房地产开发	21520.95	60
111	漳州泰维旅游开发有限公司	旅游资源投资开发	3000.00	60
112	龙海新华都物业服务服务有限公司	物业管理	150.00	60
113	漳州泰禾房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
114	长泰永隆置业发展有限公司	房地产开发	22000.00	70
115	肇庆信威置业发展有限公司	房地产开发	6842.48	100
116	郑州泰禾置业集团有限公司	房地产开发	10000.00	82
117	郑州泰禾红门置业有限公司	企业管理	1000.00	82
118	郑州泰禾瑞德置业有限公司	房地产开发	1000.00	82
119	郑州泰禾兴通置业有限公司	房地产开发	1000.00	82
120	郑州泰禾润通置业有限公司	房地产开发	1000.00	82
121	河南昊隆锦融置业有限公司	房地产开发	247.74	41.82
122	河南润天置业有限公司	房地产开发	1000.00	82
123	郑州中盟文化生态旅游开发有限公司	房地产开发	8100.00	65.6
124	珠海保税区启航物流有限公司	房地产开发	8798.11	100
125	厦门泰禾育仁教育科技有限公司	教育辅助服务	17.00	100
126	北京泰禾育仁教育科技有限公司	技术推广服务	450.00	100
127	厦门泰禾慧仁教育科技有限公司	教育辅助服务	7.50	100
128	北京泰禾慧仁教育科技有限公司	技术推广服务	191.00	100
129	嘉兴晟昱股权投资合伙企业（有限合伙）	股权投资	862578.13	20.01
130	武汉君悦尚品置业有限公司	房地产开发	1000.00	98.6
131	漳州祥荣房地产开发有限公司	房地产开发	6418.09	70
132	杭州泰峪房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	51
133	河南嘉智置业有限公司	房地产开发	20000.00	82
134	西藏创耀实业有限公司	房地产开发	1100.00	82
135	河南同盟文化旅游有限公司	房地产开发	6500.00	57.4
136	句容市翔峰置业有限公司	房地产开发	800.00	100
137	江苏中加长龙山置业有限公司	房地产开发	2281.36	100
138	廊坊市大家商业城房地产开发有限公司	房地产开发	20000.00	70
139	中山市乐美达儿童用品有限公司	房地产开发	4320.09	100
140	中山市天宝房地产发展有限公司	房地产开发	308.57	65
141	湖南浔龙河泰维置业有限公司	房地产开发	1000.00	80

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	91.13	133.97	116.41	174.30
资产总额(亿元)	1233.65	2064.21	2431.36	2472.78
所有者权益(亿元)	217.16	251.19	318.89	382.01
短期债务(亿元)	188.19	433.91	580.36	474.11
长期债务(亿元)	566.89	928.20	801.91	811.61
全部债务(亿元)	755.08	1362.12	1382.27	1285.72
营业收入(亿元)	207.28	243.31	309.85	74.54
利润总额(亿元)	23.10	29.93	50.76	13.21
EBITDA(亿元)	27.11	39.06	59.96	--
经营性净现金流(亿元)	-101.41	-83.73	139.31	119.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	27.85	21.58	25.10	--
存货周转次数(次)	0.22	0.15	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.20	0.15	0.14	--
现金收入比(%)	100.31	133.17	148.57	227.87
营业利润率(%)	14.93	21.25	24.86	21.69
总资本收益率(%)	2.12	1.94	2.77	--
净资产收益率(%)	7.89	9.29	12.26	--
长期债务资本化比率(%)	72.30	78.70	71.55	68.00
全部债务资本化比率(%)	77.66	84.43	81.25	77.09
资产负债率(%)	82.40	87.83	86.88	84.55
流动比率(%)	248.01	203.16	159.00	160.13
速动比率(%)	43.72	41.25	24.42	32.03
经营现金流动负债比(%)	-23.32	-14.44	10.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.48	0.46	0.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.85	34.87	23.05	--

注：1. 2019 一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款和长期应付款中的有息部分计入有息债务；3. 现金类资产已扣除使用受限的货币资金

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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-营业税金及附加)/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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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 4-1 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 4-2 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 4-3 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