信用评级公告

联合〔2022〕4600 号

联合资信评估股份有限公司通过对旭辉集团股份有限公司及其相关债券的信用状况进行综合分析和评估，确定维持旭辉集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 旭辉 02”和“21 旭辉 03”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十三日

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

旭辉集团股份有限公司
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
旭辉集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 旭辉 02	AAA	稳定	AAA	稳定
21 旭辉 03	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 旭辉 02	30.00 亿元	30.00 亿元	2026/07/22
21 旭辉 03	18.75 亿元	18.75 亿元	2025/09/14

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对旭辉集团股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内大型房地产开发商，在城市布局、项目储备、销售规模等方面具有较强的竞争优势。跟踪期内，公司签约销售金额和营业收入保持增长，土储规模合理且项目区位较为良好。同时，联合资信也关注到公司多采用合作开发方式进行项目运营，合联营项目占比较高，项目运营及资源管控难度有所增加；部分项目位于三四线城市，可能面临一定去化压力等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司在建房地产项目充足，未来随着公司房地产项目开发及销售的推进，公司经营状况将保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 旭辉 02”和“21 旭辉 03”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司营业收入持续增长，开发经验丰富，具有一定品牌优势。**公司作为国内大型房地产开发商，历经多年的发展，形成全国化布局，积累了丰富的房地产开发经验。2021 年公司营业收入同比增长 56.78%至 975.09 亿元。
2. **公司土地储备逐步形成全国化布局，项目区位较为良好，规模合理。**公司土地储备分布较广，有利于区域风险的分散；一二线城市占比较高（截至 2021 年底，公司全口径剩余可售面积中，一二线城市占比合计 79.99%），有助于快速去化。截至 2021 年底，公司全口径剩余可售面积约可满足 2 年左右销售，规模合理。
3. **公司销售规模继续增长。**2021 年，在行业下行背景下，公司实现全口径签约销售额 2427.23 亿元，同比增长 10.18%。

关注

1. **房地产行业政策风险及行业下行风险。**公司部分项目位于热点一二线城市，银行贷款集中管理及部分城市限购、限价政策或将对公司部分城市的项目去化造成一定影响，供地两集中等行业土地调控政策或将对公司进一步取得所布局热点城市项目造成一定影响。公司部分项目

分析师：张文韬　张　超
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

位于三四线城市（截至 2021 年底，占全口径剩余可售面积的 20.01%），在行业下行的背景下，可能面临一定去化压力。同时，行业的短期快速下行可能对公司流动性造成压力。

2. **公司毛利率水平一般且小幅下降。**2021 年，公司物业销售及相关服务板块毛利率持续下降至 19.79%，盈利能力小幅下滑。
3. **公司合作开发项目占比较高，项目运营及资源管控难度有所增加，且需关注公司合作项目中按股权比例应承担的有息债务。**公司多采用合作开发的方式进行项目运营，拿地权益占比较低，合作开发模式可分担一部分风险，但资源管控的难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求。此外，公司需按股权比例承担合作项目的有息债务。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	424.72	328.65	349.98	288.87
资产总额（亿元）	2682.49	3237.89	3904.91	3981.15
所有者权益（亿元）	636.49	788.55	1034.62	1008.16
短期债务（亿元）	91.86	108.46	91.65	70.06
长期债务（亿元）	457.57	441.45	548.78	577.19
全部债务（亿元）	549.43	549.91	640.43	647.25
营业收入（亿元）	518.06	621.94	975.09	17.91
利润总额（亿元）	110.60	123.41	149.29	-10.02
EBITDA（亿元）	114.45	127.37	153.33	--
经营性净现金流（亿元）	-46.79	112.70	20.62	-53.82
营业利润率（%）	20.73	21.12	17.83	16.50
净资产收益率（%）	14.14	12.40	10.39	--
资产负债率（%）	76.27	75.65	73.50	74.68
全部债务资本化比率（%）	46.33	41.09	38.23	39.10
流动比率（%）	154.45	139.96	143.72	140.68
经营现金流动负债比（%）	-2.99	5.66	0.90	--
现金短期债务比（倍）	4.62	3.03	3.82	4.12
EBITDA 利息倍数（倍）	2.21	2.27	2.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.80	4.32	4.18	--
公司本部（母公司）				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	722.53	1299.34	1461.85	1426.00
所有者权益（亿元）	139.06	154.69	159.98	156.69
全部债务（亿元）	137.58	135.98	112.91	115.05
营业收入（亿元）	2.20	1.51	2.38	0.45
利润总额（亿元）	30.40	15.51	5.17	-3.29
资产负债率（%）	80.75	88.09	89.06	89.01
全部债务资本化比率（%）	49.73	46.78	41.38	42.34
流动比率（%）	129.72	109.42	111.93	113.24
经营现金流动负债比（%）	2.18	-3.07	-1.40	--

注：1. 合并口径中 2019 及 2020 年短期债务数据包含其他应付款中的有息部分；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 旭辉 02	AAA	AAA	稳定	2021/04/29	韩佳麒 闫　欣	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
21 旭辉 03	AAA	AAA	稳定	2021/08/28	闫　欣 张　超	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文

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

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受旭辉集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

旭辉集团股份有限公司
2022年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司前身系2000年8月15日成立的上海永升置业有限公司，初始注册资本998.00万元。2006年12月3日，旭辉集团全体股东将截至2006年11月30日经审计后的净资产4.77亿元按各自享有的份额折股变更为股份有限公司，并将公司名称变更为现名。

后经多次增资与股权变更，截至2021年3月底，旭辉集团注册资本为35.00亿元，公司控股股东为上海旭辉投资咨询有限公司（以下简称“旭辉投资”）；林中、林伟和林峰（三人为兄弟关系）通过其实际控制的旭辉投资控制公司，为公司的实际控制人。

公司主要从事房地产开发业务。

截至2021年底，公司合并资产总额3904.91亿元，所有者权益1034.62亿元（含少数股东权益537.48亿元）；2021年，公司实现营业总收入975.09亿元，利润总额149.29亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额3981.15亿元，所有者权益1008.16亿元（含少数股东权益520.46亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入17.91亿元，利润总额-10.02亿元。

旭辉集团注册地址：上海市青浦区练塘镇朱枫公路3534弄1号4幢1层103室；法定代表人：陈东彪。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年5月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，两支债券均尚未到第一个付息日，其募集资金均已按指定用途使用完毕。

表1　截至2021年5月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21旭辉02	30.00	30.00	2021/07/22	5（3+2）
21旭辉03	18.75	18.75	2021/09/14	4（2+2）

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。

民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017－2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，

房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7－12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象：2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7－12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此2021年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表3　2019－2021年房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合 计	**178608.59**	**100.00**	**193114.90**	**100.00**	**201132.00**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021 年初严查经营贷，2021 年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021 年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但 2022 年 3 月的国务院金融委会议表明房地产政

策出现转向。

2021 年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021 年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022 年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

表4　2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 2 月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021 年 7 月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021 年 9 月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021 年 12 月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 2－3 月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022 年 3 月郑州发布房地产新政 19 条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022 年 3 月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 3 月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021 年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021 下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表5　2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化。

2. 企业规模和竞争力

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

公司是全国领先的房地产开发商及运营商，其房地产开发经验丰富。跟踪期内，公司继续专注于住宅物业开发，同时涵盖商务办公、商业综合体等其他多种物业种类的投资开发及运营。公司在 2021 中国房地产开发企业综合实力测评成果发布会蝉联“2021 中国房地产开发企业稳健经营 TOP10”第一位，综合实力位列“2021 中国房地产开发企业 TOP20”第 13 位，较 2020 年上升一位。

截至 2021 年底，公司已初步实现全国化的经营布局，物业项目主要分布于长三角地区、环渤海地区、中西部地区以及华南地区的 60 多个城市，2021 年公司签约销售金额达 2427.23 亿元，在行业下行背景下仍实现一定增长。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行出具的企业征信报告（统一社会信用代码：91310000132146888 5），截至 2022 年 6 月 10 日，公司已结清及未结清信贷信息中，无任何不良或关注类记录。

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

截至 2022 年 6 月 14 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

跟踪期内，公司法人治理结构稳定，董事监事及高管未发生变化。

2. 管理水平

作为民营企业，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全。

跟踪期内，公司组织架构、管理制度未发生重大变化。

公司是港股上市公司旭辉控股（集团）有限公司（以下简称“旭辉控股”，证券代码：0884.HK）旗下地产业务的主要开发运营实体。合作方管理方面，旭辉控股将合作方分为三类管理，以招商蛇口、金茂、金地为代表的长期合作方（占 56%）、以恒基兆业、华熙国际、香港置地为代表的战略合作方（占 35%）和风险较高的一般合作方（占 9%）。截至 2021 年底，旭辉控股 21 个项目的合作方发生债务展期，旭辉控股股权占比为 32%，此类项目占总项目比例低于 5%，其中已处于尾盘无融资的项目 14 个。公司对于合作项目实行财务强管控，采取独立资金管理，预留足额资金以保证项目现金安全。公司已获得部分银行的并购贷款额度，未来公司不排除以并购形式化解个别合作方项目风险。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司营业收入保持较快增长，但受房地产调控政策影响，综合毛利率继续下降。

跟踪期内，公司经营模式未发生重大变化，仍主要布局一二线城市及热点城市周边经济情况良好的三四线城市。公司项目开发以合作开发方式为主，项目权益比较低，在目前房地产企业普遍资金紧张情况下需关注合作方风险。

2021 年，随着项目结转，公司营业收入同比增长 56.78%。从收入构成来看，物业销售仍为公司最主要的收入来源，占比持续保持在 99%以上。

毛利率方面，2021 年，公司综合毛利率同比下降 3.49 个百分点，主要系受一二线热点城市的限价政策影响及结转项目地价相对较高所致，与行业趋势一致。

2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 17.91 亿元，同比增长 36.49%；公司综合毛利率 21.08%，较 2021 年小幅提升；利润总额-10.02 亿元，较上年同期增长 2.09 亿元。

表 6　公司营业收入情况（单位：亿元）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业销售及相关服务	515.09	99.43%	25.29%	619.38	99.59%	23.45%	968.12	99.29%	19.79%
物业出租	2.96	0.57%	70.50%	2.57	0.41%	66.60%	6.96	0.71%	67.80%
合计	**518.06**	**100.00%**	**25.55%**	**621.94**	**100.00%**	**23.62%**	**975.09**	**100.00%**	**20.13%**

注：数据尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 房地产开发业务

（1）土地储备情况

2021 年，公司保持一定的投资力度，土地储备规模合理，主要分布在一二线城市及热点城市周边三四线城市，区域分布良好。

表 7　公司新增土地储备情况（单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新增土地数量	69	60	65
新增土地储备建筑面积	1355.72	1310.29	1186.80
新增土地储备金额	705.13	915.00	876.75
新增土地储备均价	0.52	0.70	0.74

注：本表为全口径数据；2021 年获取五棵松商业项目公司拟自持，未核算在本表中
资料来源：公司提供

2021 年公司土地投资金额同比有所下降，但仍保持一定拿地力度；新增土地储备均价继续上升，公司购置土地大部分集中于一二线城市及热点城市周边的三四线地区[1]。以土地款计算，2021 年公司新增土地储备权益占比为约 48%，未来公司拟提高拿地权益占比。截至 2021 年底，公司全口径剩余可售面积 2854.74 万平方米，其中拟建项目 146.74 万平方米，在建项目 2414.59 万平方米，已完工项目 293.41 万平方米（以上数据未经权益比例折算，不含停车位），在不新增拿地的情形下，公司土地储备可满足 2 年左右销售，规模合理。

（2）项目开发建设

2021年，公司新开工面积同比有所下降；公司在建及拟建项目较多、规模较大，未来或将面临一定的资金支出压力。

从开发建设进度情况来看，2021 年公司土地投资力度同比下降，导致当期新开工面积同比下降 16.82%。由于公司保持较快的拿地节奏和周转效率，新开工面积持续保持较高水平，竣工面积持续增长。

表 8　公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	1320.07	1423.78	1184.35
竣工面积	591.83	738.45	1094.15
在建面积	2993.72	3679.05	3422.19

注：1. 以上开发数据为全口径数据；2. 上表不满足上期期末在建面积+本期新开工面积-竣工面积=本期期末在建面积的勾稽关系的原因，主要系存在项目开发过程中并表或者出表情况
资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司全口径在建项目和拟建项目预计尚需权益投资情况如下表所示。截至 2021 年底，公司在建项目中共有 7 个合作项目存在合作方出险情况，该类项目的预售监管资金可基本覆盖建设支出，公司不排除将以收购股权等形式化解风险。整体看，公司将面临一定的资金支出压力。

[1] 一线城市包括北京、上海、广州；二线城市包括：南京、常州、成都、重庆、大连、东莞、佛山、贵阳、哈尔滨、杭州、合肥、济南、昆明、南昌、南京、南宁、南通、宁波、青岛、三亚、厦门、沈阳、石家庄、苏州、太原、天津、温州、乌鲁木齐、无锡、武汉、西安、徐州、银川、长春、长沙和郑州；除上述城市外为三线及以下城市

表 9　截至 2021 年底公司项目资金支出安排

（单位：亿元）

项目	尚需权益投资额	2022 年预计权益投资额	2023 年预计权益投资额
在建项目	1511.60	466.00	456.00
拟建项目	92.40	23.20	25.50
合计	**1604.00**	**489.20**	**481.50**

资料来源：公司提供

（3）项目销售情况

2021年，公司签约销售金额继续增长，可售项目布局良好，但部分城市易受到政策调控影响，且在行业下行的情况下，三四线城市项目或存在一定去化压力。

2021 年，公司在行业下行背景下仍实现签约销售金额同比增长 10.18%。截至 2021 年底，公司推盘项目整体去化率（已售货值/已推货值）约为 75%。2021 年旭辉控股口径下，销售回款率超过 95%。

表 10　2019－2021 年公司房地产销售及结转情况

（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

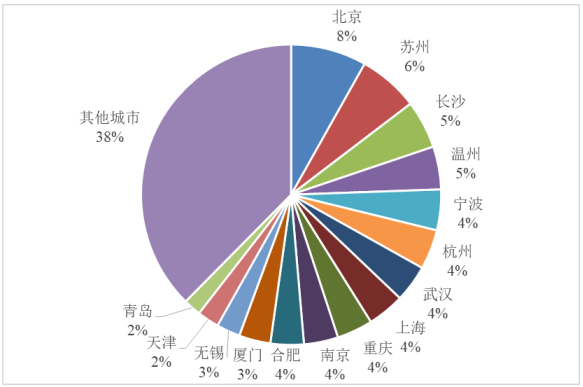
项目	2019 年	2020 年	2021 年
签约销售面积	1172.69	1469.08	1411.12
签约销售金额	1912.20	2202.92	2427.23
签约销售均价	1.63	1.50	1.72

注：签约销售数据为全口径数据

资料来源：公司提供

从销售区域分布来看，2021 年公司房地产签约销售地区主要来源如下图所示，销售集中度不高。

图 1　2021 年公司房地产项目主要城市销售情况



资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司全口径剩余可售面积中，一二三线城市占比分别为 5.51%、74.48%和 20.01%。从城市区位来看，截至 2021 年底，公司全口径剩余可售面积区位较为分散，主要为经济情况良好的一二线城市及热点城市周边三四线城市，前五大城市为太原、长沙、成都、重庆和武汉，合计占比 26.72%。综合来看，公司可售项目布局良好，但部分城市易受到政策调控影响，且在行业下行的情况下，三四线城市项目或存在一定去化压力。

3. 经营效率

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

2021 年，公司主要经营效率指标同比均有所上升，存货周转率提高 0.12 次至 0.49 次，总资产周转率提高 0.06 次至 0.27 次，销售债权周转次数提高 1.19 次至 28.99 次，经营效率略有提升。

从同行业上市公司比较情况看，公司相关指标表现较好，具体数据如下表所示。

表 11　2021 年房地产开发类上市公司经营效率指标对比情况（单位：次）

公司简称	存货周转率	总资产周转率
金地集团	0.41	0.23
新城控股	0.51	0.31
金科股份	0.40	0.30
公司	0.49	0.27

注：本表对比公司的数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异

资料来源：Wind

4. 未来发展

公司围绕主业提出发展计划，发展战略明确，有利于公司未来发展。

未来五年内，公司的目标为不断提升销售额，力争并维持全国市场的领先地位；成为全国知名的房地产品牌；在有业务经营的各个城市成为主流的房地产公司。

区域布局方面，公司将坚持以一二线城市为主的土储策略，并坚持高货值、高回款、高利润的基本要求。同时，由于 2021 年行业内出

险企业较多，公司将关注相关优质项目收购机会。

业态方面，公司将继续探索从纯住宅开发向“开发+投资物业”的转型，坚持“在一二线城市做精品，三线城市做规模”的商业发展路线。但商业地产回款周期相对较长，短期内会增加公司的资金压力。

运营方面，公司计划加强项目的标准化开发过程，进一步扩充及微调不同产品及不同地区的标准化产品数据库，以缩短产品设计周期；规范其他业务环节的营运程序（包括项目开发、采购、分包与建设、销售与营销），以实现各个项目的快速开发及销售。

产品方面，公司拟通过更好的建筑设计及更好的绿化景观，提供更高的产品价值，同时也将通过提升物业管理服务，增强品牌形象。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2021年的财务报表经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并被出具了标准无保留意见的审计结论。2022年一季度财务报告未经审计。

截至2021年底，公司合并资产总额3904.91亿元，所有者权益1034.62亿元（含少数股东权益537.48亿元）；2021年，公司实现营业总收入975.09亿元，利润总额149.29亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额3981.15亿元，所有者权益1008.16亿元（含少数股东权益520.46亿元）；2022年1－3月，公司实现营业总收入17.91亿元，利润总额-10.02亿元。

2. 资产质量

2021年，随着开发规模持续扩大，公司资产规模继续增长；公司合作开发项目较多，长期股权投资和其他应收款占比高；货币资金充裕，房地产开发项目主要分布在一二线及热点城市周边三四线城市为主，受限资产比率相对偏高。

截至2021年底，公司合并资产总额较上年底增长20.60%，主要系随着自有及合联营地产项目规模持续增加，带动其他应收款、存货及长期股权投资规模增加所致。其中，流动资产占84.05%，非流动资产占15.95%。公司资产以流动资产为主。

表12　公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2019年底		2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比	金额	占比
流动资产	**2418.98**	**90.18**	**2787.32**	**86.08**	**3281.91**	**84.05**	**3317.37**	**83.33**
货币资金	420.20	15.66	324.79	10.03	345.14	8.84	285.62	8.61
其他应收款	619.47	23.09	940.98	29.06	893.88	22.89	874.33	26.36
存货	1208.93	45.07	1350.49	41.71	1841.07	47.15	1975.48	59.55
非流动资产	**263.52**	**9.82**	**450.57**	**13.92**	**623.00**	**15.95**	**663.78**	**16.67**
长期股权投资	161.93	6.04	295.94	9.14	305.21	7.82	309.27	46.59
投资性房地产	84.40	3.15	133.97	4.14	285.55	7.31	322.51	48.59
资产总额	**2682.49**	**100.00**	**3237.89**	**100.00**	**3904.91**	**100.00**	**3981.15**	**100.00**

注：占比指该科目在资产总额中的占比
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产较上年底增长17.74%，主要系存货增加所致。

截至2021年底，公司货币资金较上年底增长6.27%，主要系公司在投资力度有所放缓的同时，维持一定规模新增融资所致。从构成来看，货币资金主要由银行存款（占比99.00%）构成，银行存款中有165.72亿元为销售监控专户的预收售楼款。

截至2021年底，公司其他应收款较上年底下降5.01%。从款项性质来看，其他应收款主要包括关联方往来款（占45.70%）、少数股东

往来款（占 33.15%）和合作方往来款（占 17.82%）。截至 2021 年底，公司对其他应收款计累计提信用损失准备 1764.96 万元。公司合作开发规模较大，若合作方资金紧张对项目开发将产生不利影响。

表 13　截至 2021 年底公司其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：亿元）

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄	占比（%）	信用损失准备
上海旭辉投资咨询有限公司	母公司往来款	45.68	1 年以内	5.11	--
太原旭凰房地产开发有限公司	合营公司往来款	43.43	1 年以内	4.86	--
A 有限公司	少数股东往来款	23.46	1 年以内	2.62	--
太原旭凰鹏泰房地产开发有限公司	联营公司往来款	18.18	2 年以内	2.03	--
B 有限公司	合作方往来款	17.41	1 年以内	1.95	--
合计	--	**148.16**	--	**16.57**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司存货较上年底增长 36.33%，主要系公司业务规模扩张所致。从构成来看，存货主要由在建开发产品（占 89.42%）构成，已完工开发产品占比较上年底提高 2.54%，已完工产品主要位于武汉、福州和沈阳。公司存货未计提存货跌价准备。公司部分项目位于三四线城市，在行业下行的背景下，可能面临一定去化压力。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 38.27%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

截至 2021 年底，公司长期股权投资较上年底增长 3.13%，变动不大。2021 年公司对合联营企业投资收益 7.64 亿元，同比下降 61.44%。

公司对投资性房地产后续计量采用公允价值计量模式。截至 2021 年底，公司投资性房地产 285.55 亿元，较上年底增长 113.15%，主要系收购五棵松项目所致。公司投资性房地产公允价值由第一太平戴维斯出具评估报告，截至 2021 年底平均增值率为 30.24%，公允价值为公司当年租金收入的 40.97 倍。公司投资性房地产主要位于上海、北京、厦门、嘉兴、成都、长沙、西安和沈阳等城市。

表 14　截至 2021 年底前五大物业增值情况

（单位：亿元、%）

项　目	入账成本	评估值	增值率
北京五棵松南区商业	83.08	83.25	0.20
上海长寿路项目	34.57	36.99	7.01
嘉兴旭辉广场	7.97	29.22	266.52
上海洋泾办公 S2、S3	24.94	28.40	13.89
上海旭辉杨浦商业广场	8.46	18.95	124.04
合　计	159.02	196.81	23.77

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司使用权受到限制的资产占公司资产总额的 33.88%，如下表所示，受限比例相对较高。若考虑预售监管资金，公司资产受限比例将提高至 37.12%。

表 15　截至 2021 年底公司使用权受到限制的资产情况

（单位：亿元）

项　目	受限规模	受限原因
货币资金	3.44	保证金
存货	1079.52	借款抵押
投资性房地产	200.77	借款抵押
固定资产	0.18	借款抵押
合计	**1283.90**	--

注：公司货币资金受限规模未包含房屋预售监管资金
资料来源：公司财务报告

截至 2022 年 3 月底，公司资产规模和结构较上年底变动不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受公司利润规模的稳定增长以及少数股东权益规模持续扩大影响，公司所有者权益继续增长；但所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性弱。

截至 2021 年底，公司所有者权益 1034.62 亿元，较上年底增长 31.20%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.05%，少数股东权益占比为 51.95%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 3.38%、3.24%和

38.51%。公司所有者权益结构稳定性弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变动不大。

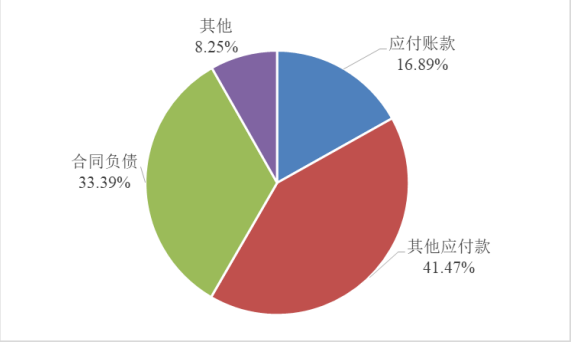
（2）负债

跟踪期内，公司负债规模继续增长，仍以流动负债为主；受经营规模持续扩大影响，公司有息债务规模有所增长，以长期债务为主。受益于合作开发项目增多带动所有者权益快速增长，表内债务负担指标继续优化，但公司部分债务由旭辉控股承担，且合作开发模式下，公司需按股权比例承担合作项目的有息债务，实际债务负担重于报表表现。

截至 2021 年底，公司负债总额 2870.29 亿元，较上年底增长 17.19%，主要系经营性流动负债增加所致。其中，流动负债占 79.56%，非流动负债占 20.44%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 2283.60 亿元，较上年底增长 14.67%，主要系应付账款、其他应付款及预收售房款增长所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 2　截至 2021 年底公司流动负债构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司应付账款385.70亿元，较上年底增长 46.65%，主要系根据工程进度确认的应付账款增加所致。应付账款账龄以一年以内为主（占 88.85%）。

公司 2021 年应用新收入准则，将预收售楼款转移至合同负债核算。截至 2021 年底，公司合同负债 762.55 亿元，较年初增长 19.23%。

截至 2021 年底，公司其他应付款 947.02 亿元，较上年底增长 13.80%，主要系公司合作项目增加使得关联方垫付开发资金等往来款增长所致。从构成来看，主要包括关联方往来款（占 68.76%）、合作方往来款（占 12.53%）和少数股东往来款（占 10.79%）。

截至 2021 年底，公司非流动负债 586.69 亿元，较上年底增长 28.14%，主要系融资规模增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 71.40%）和应付债券（占 21.89%）构成。

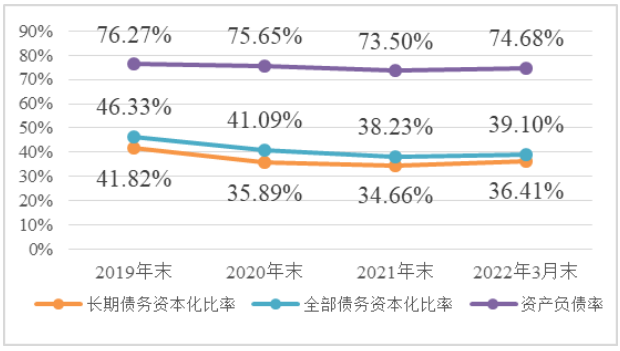
截至2021年底，公司长期借款418.92亿元，较上年底增长 17.34%，从构成来看，主要为抵押和保证借款[2]（占 56.52%）。

截至2021年底，公司应付债券128.42亿元，较上年底增长 52.11%，本年公司发行三期公司债券，合计金额 63.23 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司负债规模及结构较上年底变动不大。

截至 2021 年底，公司表内全部债务 640.43 亿元，较上年底增长 16.46%，主要系公司业务规模扩张所致。债务结构方面，短期债务占 14.31%，长期债务占 85.69%，债务结构合理。从债务指标看，受益于合作开发项目增多带动所有者权益快速增长，2021 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均保持下降态势。

图 3　公司债务指标情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司是旭辉控股主要的境内运营主体和境内债券发行主体；旭辉控股为美元债发行主体。截至 2021 年底，旭辉控股全部债务 1141.12 亿元，较上年底增长 8.97%，其中长期债务占

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

84.46%。旭辉控股整体债务负担较合理，但其中境内外债券融资占比偏高，合计占全部债务的 36.13%，债券再融资政策及环境对旭辉控股影响较大，旭辉控股融资结构有待进一步优化。截至 2021 年底，旭辉控股一年内到期的境外优先票据为 49.71 亿元。2022 年以来旭辉控股美元债价格出现较大波动，对再融资或产生一定影响。

表 16　截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
银行借款	66.54	213.52	152.03	51.06	483.14
债券融资	8.53	48.05	70.13	10.24	136.96
信托融资	4.31	2.32	--	--	6.63
合计	**79.39**	**263.89**	**222.16**	**61.29**	**626.73**

注：1. 本表计算口径与联合资信对有息债务的计算方式有差异，主要系租赁负债和应付票据未计入所致。2. 数据存在尾差主要系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 647.25 亿元，较上年底略有增长，债务结构方面无重大变化。

4. 盈利能力

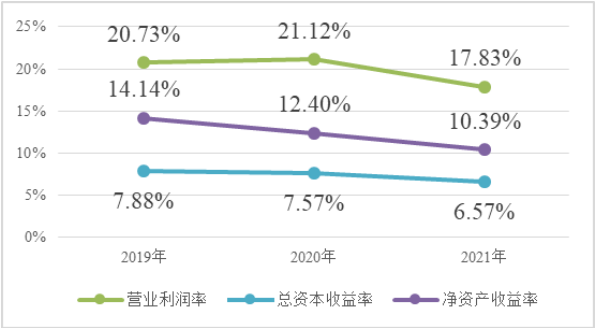
随着经营规模的扩大，公司收入和利润规模均保持增长；受毛利率下降及投资收益下滑影响，公司盈利指标有所下滑。

公司营业收入、成本和利润规模等情况分析详见经营概况。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 50.96 亿元，同比增长 21.25%。其中销售费用同比增长 10.87%，主要系签约销售额的增长带动销售费用相应增长，但销售费用增速高于签约销售额的增速；管理费用同比增长 32.98%，主要系职工薪酬增长所致。

2021 年，公司投资收益 13.25 亿元，同比下降 57.87%，主要系受合作方影响，合作项目盈利表现不佳所致。

图 4　公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从盈利指标来看，2021 年，公司各盈利指标同比均有所下降。公司盈利指标处于行业中等水平。

表 17　2021 年房地产开发类上市公司盈利指标情况

（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
金地集团	21.18	15.62	3.78
新城控股	20.45	22.93	2.57
金科股份	17.22	9.50	2.41
旭辉集团	**20.13**	**14.33**	**4.14**

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

5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金保持净流入状态，净流入规模同比大幅下降；受拿地投资、开发建设投入以及对合联营项目的持续投入带动资金需求增加的影响，公司对外部融资依赖程度高。

表 18　公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	791.44	1044.39	1146.09	231.96
经营活动现金流出小计	838.23	931.69	1125.47	285.78
经营现金流量净额	**-46.79**	**112.70**	**20.62**	**-53.82**
投资活动现金流入小计	223.22	223.50	335.50	64.73
投资活动现金流出小计	406.70	594.47	464.46	119.91
投资活动现金流量净额	**-183.48**	**-370.97**	**-128.96**	**-55.18**
筹资活动前现金流量净额	**-230.27**	**-258.27**	**-108.34**	**-109.00**
筹资活动现金流入小计	840.39	810.22	814.91	152.91
筹资活动现金流出小计	459.72	648.98	687.10	102.07
筹资活动现金流量净额	**380.66**	**161.24**	**127.81**	**50.84**

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入在签约销售额持续增长的带动下继续增加，同比增长 9.74%；经营活动现金流出同比增长 20.80%，主要由于拿地投资及开发建设投入的增加所致。2021 年，在公司土地投资力度有所下降的情况下，经营活动现金流出同比仍有上升，主要系部分土地款跨年支付、项目并表比率提升及项目开发支出增长所致。受以上因素综合影响，2021 年公司经营活动现金净流入规模同比大幅下降。

从投资活动来看，2021 年公司投资活动现金流入同比增长 50.11%；同期，投资活动现金流出同比下降 21.87%，其中公司支付其他与投资活动有关的现金同比下降 33.52%。2021 年，公司投资活动现金净额保持大额净流出状态，主要系对合联营公司的投入支出。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额保持较大规模的净流出状态，公司对外部融资依赖程度高。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入同比增长 0.58%；同期，公司筹资活动现金流出同比增长 5.87%；公司筹资活动现金净额保持净流入状态。

2022 年一季度，公司经营活动现金净流出规模同比下降 47.19%，主要系支付其他与经营活动有关现金下降所致；投资活动现金净流出同比增长 3.97%；筹资活动净现金净流入规模同比下降 74.76%，主要系取得借款较上年同期下降所致。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标强，长期偿债指标较强，综合考虑到融资渠道畅通、销售情况良好等因素，公司整体偿债能力指标表现良好。

表 19　公司偿债指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债指标				
流动比率（%）	154.45	139.96	143.72	140.68
速动比率（%）	77.26	72.15	63.10	56.91
现金短期债务比（倍）	4.62	3.03	3.82	4.12
长期偿债指标				
EBITDA（亿元）	114.45	127.37	153.33	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.21	2.27	2.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.80	4.32	4.18	--

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率小幅提升，速动比率有所下降，均保持在较高水平；现金短期债务比有所提高，现金类资产对短期债务保障程度强。截至 2022 年 3 月底，公司短期偿债指标较上年有一定波动。整体看，公司短期偿债能力指标强。

从长期偿债指标看，2021 年公司 EBITDA 同比增长 20.38%，对利息支出覆盖程度较高，对全部债务覆盖程度尚可，公司长期债务指标较强。

截至 2021 年底，公司获得银行授信总额为 2093.83 亿元，尚未使用的银行授信额度 1555.69 亿元，公司融资渠道畅通。

截至 2021 年底，公司对合并范围外公司的担保金额为 157.88 亿元，占公司净资产规模的 15.26%，为对合联营开发项目公司的担保，其余对商品房承购人提供抵押借款担保金额为 306.42 亿元。

截至 2021 年底，公司无超过 1000.00 万元且达到净资产 10%以上的重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要为其他应收款，货币资金规模小，利润主要来源于对子公司的股权投资，业务主要由下属子公司运营，母公司承担一定融资职责，偿债能力较弱。

截至 2021 年底，母公司资产总额 1461.85 亿元，较上年底增长 12.51%。其中，流动资产占 91.74%，非流动资产占 8.26%。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占 99.55%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 94.43%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 2.34 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 1301.87 亿元，较上年底增长 13.74%。其中，流动负债占 92.04%，非流动负债占 7.96%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 99.15%）构成；非流动负债全部为应付债券。母公司截至 2021 年底资产负债率为 89.06%，较 2020 年底提高 0.96 个百分点。

截至 2021 年底，母公司全部债务 112.91 亿元。其中，短期债务占 8.17%、长期债务占 91.83%。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 41.38%，母公司债务负担适中，但由于母公司不负责具体经营业务，偿债资金仍主要来源于下属子公司，母公司偿债能力较弱。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 159.98 亿元，较上年底增长 3.42%。在归属母公司所有者权益中，实收资本为 35.00 亿元（占 21.88%）、资本公积合计 40.00 亿元（占 25.00%）、未分配利润合计 76.21 亿元（占 47.64%）、盈余公积合计 8.75 亿元（占 5.47%），所有者权益稳定性一般。

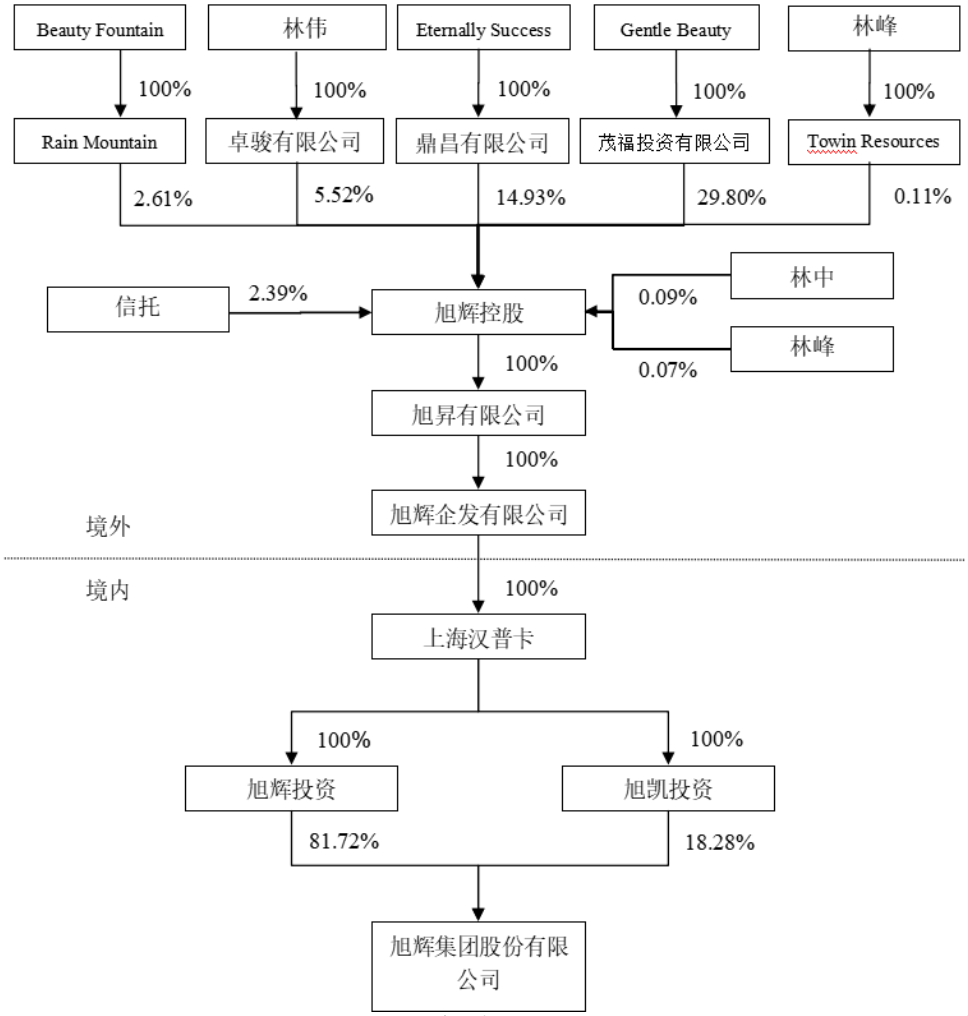
2021 年，母公司营业收入为 2.38 亿元，利润总额为 5.17 亿元。同期，母公司投资收益为 13.77 亿元。母公司利润主要来源于投资收益。

现金流方面，2021 年母公司经营活动现金流净额为-16.83 亿元，投资活动现金流净额-179.62 亿元，筹资活动现金流净额 184.47 亿元。

十、结论

基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 旭辉 02”和“21 旭辉 03”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底旭辉集团股份有限公司股权结构图

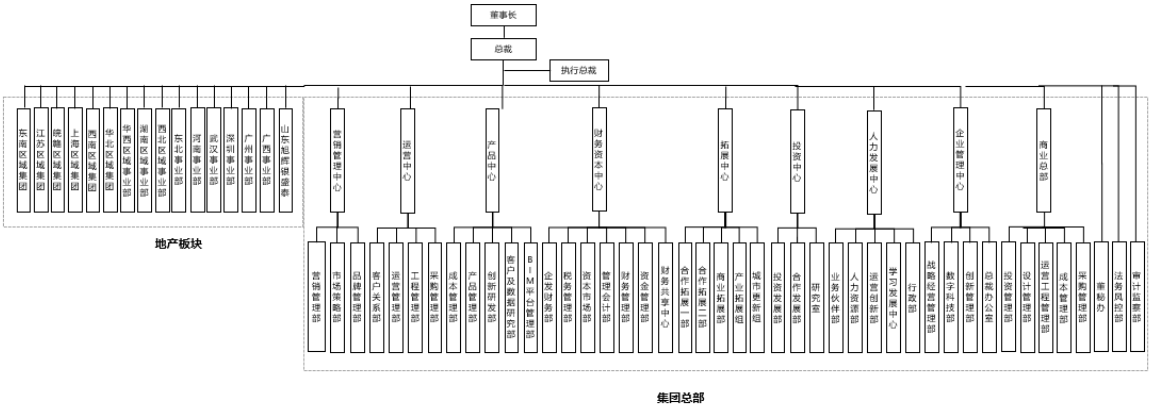


注：Beauty Fountain 及 Eternally Success 由 SCTS Capital Pte. Ltd.全资拥有，SCTS Capital Pte. Ltd.由 Standard Chartered Trust 全资拥有，而 Standard Chartered Trust 则为林中先生和林峰先生各自的家族信托的受托人，根据香港《证券与期货条例》的规定，林中先生和林峰先生被视为实益拥有 Beauty Fountain 和 Eternally Success 间接持有的发行人股份。Gentle Beauty 亦由 SCTS Capital Pte. Ltd.全资拥有，SCTS Capital Pte. Ltd.由 Standard Chartered Trust 全资拥有，而 Standard Chartered Trust 则为林氏家族信托的受托人，林中先生、林伟先生及林峰先生的若干家庭成员为林氏家族信托的全权信托对象，根据香港《证券与期货条例》的规定，林中先生、林伟先生及林峰先生被视为实益拥有 Gentle Beauty 间接持有的发行人股份。信托之受益人包括林伟先生的子女，因此，根据香港《证券与期货条例》的规定，林伟先生被视为该信托的创立人，并于该等 210,000,000 股（2.46%）股份中拥有权益。林峰先生根据 2016 年购股权计划获授权可认购 0.01%股份的购股权。

卓骏的全部已发行股本由 LW Asset Holdings Limited（「LW Asset」）全资拥有，而 LW Asset 的全部已发行股本则由一个由林伟先生（作为财产授予人）与 Credit Suisse Trust Limited（「Credit Suisse Trust」）（作为受托人）于二零一八年成立的全权信托持有。该信托的受益人包括林伟先生的若干家族成员。根据证券及期货条例第 XV 部，林伟先生（作为该信托的创立人）被视为于卓骏持有的 485,050,187 股股份中拥有权益。

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底旭辉集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年底旭辉集团股份有限公司主要子公司情况

序号	子公司名称	注册地	注册资本（万元）	业务性质	持股比例（%）
1	杭州昌赫置业有限公司	杭州	260000	房地产开发与销售	54
2	武汉旭祥置业有限公司	武汉	20000	房地产开发与销售	55
3	北京辉盛房地产开发有限公司	北京	73800	房地产开发与销售	50
4	义乌聚厉房地产开发有限公司	义乌	10000	房地产开发与销售	34
5	合肥和煜房地产开发有限公司	合肥	10000	房地产开发与销售	50
6	武汉辉恒置业有限公司	武汉	140000	房地产开发与销售	84

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	424.72	328.65	349.98	288.87
资产总额（亿元）	2682.49	3237.89	3904.91	3981.15
所有者权益（亿元）	636.49	788.55	1034.62	1008.16
短期债务（亿元）	91.86	108.46	91.65	70.06
长期债务（亿元）	457.57	441.45	548.78	577.19
全部债务（亿元）	549.43	549.91	640.43	647.25
营业收入（亿元）	518.06	621.94	975.09	17.91
利润总额（亿元）	110.60	123.41	149.29	-10.02
EBITDA（亿元）	114.45	127.37	153.33	--
经营性净现金流（亿元）	-46.79	112.70	20.62	-53.82
财务指标				
销售债权周转次数（次）	35.97	27.79	28.99	--
存货周转次数（次）	0.37	0.37	0.49	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.21	0.27	--
现金收入比（%）	123.73	144.98	114.87	1135.27
营业利润率（%）	20.73	21.12	17.83	16.50
总资本收益率（%）	7.88	7.57	6.57	--
净资产收益率（%）	14.14	12.40	10.39	--
长期债务资本化比率（%）	41.82	35.89	34.66	36.41
全部债务资本化比率（%）	46.33	41.09	38.23	39.10
资产负债率（%）	76.27	75.65	73.50	74.68
流动比率（%）	154.45	139.96	143.72	140.68
速动比率（%）	77.26	72.15	63.10	56.91
经营现金流动负债比（%）	-2.99	5.66	0.90	--
现金短期债务比（倍）	4.62	3.03	3.82	4.12
EBITDA 利息倍数（倍）	2.21	2.27	2.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.80	4.32	4.18	--

注：1. 合并口径中 2019 及 2020 年短期债务数据已调整入其他应付款中的有息部分；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	62.02	13.43	3.59	3.76
资产总额（亿元）	722.53	1299.34	1461.85	1426.00
所有者权益（亿元）	139.06	154.69	159.98	156.69
短期债务（亿元）	42.98	76.45	9.23	0.90
长期债务（亿元）	94.59	59.53	103.68	114.15
全部债务（亿元）	137.58	135.98	112.91	115.05
营业收入（亿元）	2.20	1.51	2.38	0.45
利润总额（亿元）	30.40	15.51	5.17	-3.29
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	10.68	-33.35	-16.83	-24.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	0.20	0.00	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	122.86	134.40	105.93	106.00
营业利润率（%）	93.92	98.51	99.80	99.97
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	21.40	10.13	3.29	--
长期债务资本化比率（%）	40.49	27.79	39.32	42.15
全部债务资本化比率（%）	49.73	46.78	41.38	42.34
资产负债率（%）	80.75	88.09	89.06	89.01
流动比率（%）	129.72	109.42	111.93	113.24
速动比率（%）	129.62	109.38	111.88	113.20
经营现金流动负债比（%）	2.18	-3.07	-1.40	--
现金短期债务比（倍）	1.44	0.18	0.39	4.18
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. “*”表示数据过大或过小，不具备比较意义；“/”表示数据无法获取；2. 母公司 2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
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+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持