

# 信用等级通知书

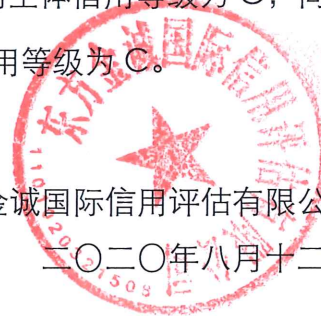
东方金诚债跟踪评字【2020】639号

## 泰禾集团股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“16泰禾02”、“16泰禾03”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为C，同时维持“16泰禾02”、“16泰禾03”信用等级为C。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年八月十二日



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与泰禾集团股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

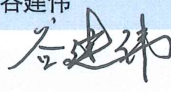
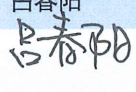
请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020年8月12日

## 泰禾集团股份有限公司主体及 相关债项 2020 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
C	2020/8/12	C	谷建伟 	吕春阳 
<b>债项信用</b>		<b>评级模型</b>		
<b>债项简称</b>	<b>跟踪评级结果</b>	<b>上次评级结果</b>	<b>1.是否满足模型假设</b> 否	
16 泰禾 02	C	C	受评对象流动性紧张, 发生大额债务逾期以及信用债违约, 持续经营存在重大不确定性, 不满足模型假设。	
16 泰禾 03	C	C	<b>1.基础评分模型</b>	
			<b>一级指标</b>	<b>二级指标</b>
			规模和市场地位	资产总额 15.00 - 营业收入 10.00 - 合同销售金额 10.00 - 多样性 20.00 -
			盈利能力和运营效率	净资产收益率 15.00 - 净利润 10.00 - 存货周转率 5.00 -
			债务负担与保障程度	剔除预收账款的资产负债率 7.50 - 货币资金/短期有息债务 7.50 -
			<b>2.基础模型参考等级</b> -	
			<b>3.评级调整因素</b>	
			受评主体流动性紧张, 发生大额债务逾期以及信用债违约; 公司 2019 年审计报告意见为带持续经营重大不确定性段落的无保留意见	
			<b>4.主体信用等级</b> C	
			注: 最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定, 可能与评级模型输出结果存在差异。	

注: 相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

### 主体概况

泰禾集团股份有限公司(以下简称“公司”或“泰禾集团”)主营房地产开发业务, 控股股东为泰禾投资集团有限公司, 实际控制人为自然人黄其森。

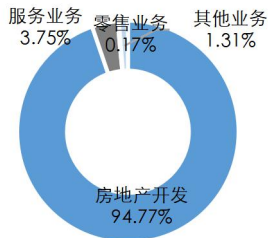
### 评级观点

跟踪期内, 泰禾集团合同销售金额和销售面积均有所下降, 营业收入和利润总额均显著下降, 盈利能力大幅减弱; 公司房地产项目中去化难度较大的高端住宅和商业项目占比高, 未来仍将面临较大去化压力; 公司在建和拟建项目未来投资规模较大, 面临较大资金筹措压力; 公司控股股东持有公司股份被质押比例极高且被完全冻结, 目前正在筹划引入战略投资者, 存在实际控制人变更风险; 以关联方往来款为主的其他应收款有所增加且规模较大, 对资金形成占压, 资产受限比例高, 对资产流动性及再融资形成不利影响; 公司全部债务规模仍较大且短期债务占比提升, 存在大额到期未偿付款项, 已发生多笔信用债违约事件, 债务偿付能力弱, 流动性极为紧张。

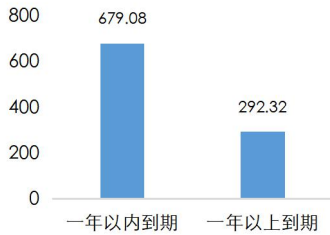
综合分析, 东方金诚维持泰禾集团主体信用等级为 C, 并维持“16 泰禾 02”、“16 泰禾 03”信用等级为 C。

## 主要指标及依据

### 2019 年收入构成



### 2020 年 3 月末债务期限结构(单位: 亿元)



### 主要数据和指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
资产总额(亿元)	2064.21	2431.36	2243.09	2234.25
所有者权益(亿元)	251.19	318.89	337.54	333.79
全部债务(亿元)	1404.81	1419.54	974.36	971.40
营业总收入(亿元)	243.31	309.85	236.21	4.80
利润总额(亿元)	29.93	50.76	0.51	-6.76
经营性净现金流(亿元)	-125.53	139.31	236.15	-29.31
营业利润率(%)	21.25	24.86	12.96	26.21
资产负债率(%)	87.83	86.88	84.95	85.06
流动比率(%)	203.16	159.00	120.34	111.12
全部债务/EBITDA(倍)	35.96	23.68	77.18	-
EBITDA 利息倍数(倍)	0.46	0.46	0.09	-

注: 表中数据来源于公司 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年 1~3 月未经审计财务报表。

## 关注

- 跟踪期内, 公司合同销售金额和销售面积均有所下降, 营业收入和利润总额均显著下降, 其中 2020 年一季度净利润亏损, 盈利能力大幅减弱;
- 公司房地产项目中去化难度较大的高端住宅和商业项目占比高, 在公司流动性紧张、行业调控政策持续及疫情的不利影响下, 推盘节奏放缓, 未来仍将面临较大去化压力;
- 公司在建和拟建项目未来投资规模较大, 在行业融资环境趋紧的背景下, 考虑到公司流动性风险高, 未来将面临较大资金筹措压力;
- 公司控股股东持有公司股份被质押比例极高且被完全冻结, 目前正在筹划引入战略投资者, 存在实际控制人变更风险;
- 以关联方往来款为主的其他应收款有所增加且规模较大, 对资金形成占压, 资产受限比例高, 对资产流动性及再融资形成不利影响;
- 公司全部债务规模仍较大且短期债务占比提升, 存在大额到期未偿付款项, 已发生多笔信用债违约事件, 债务偿付能力弱, 流动性极为紧张。

## 评级方法及模型

《东方金诚房地产企业信用评级方法及模型 (RTFC010202004)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
C	C	2020/7/6	谷建伟、吕春阳	《东方金诚房地产企业信用评级方法及模型 (RTFC010202004)》	<a href="#">阅读原文</a>
BB/负面	BB	2020/7/3	谷建伟、吕春阳	《东方金诚房地产企业信用评级方法及模型 (RTFC010202004)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA-/负面	AA-	2020/6/18	谷建伟、吕春阳	《东方金诚房地产企业信用评级方法及模型 (RTFC010202004)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA+/稳定	AA+	2016/4/5	杜薇、朱天明、陈泓羽	《东方金诚房地产企业评级方法》(2014 年 5 月)	<a href="#">阅读原文</a>
AA/稳定	AA	2015/11/25	杜薇、朱天明、陈泓羽	《东方金诚房地产企业评级方法》(2014 年 5 月)	<a href="#">阅读原文</a>

注: 经过多次级别调整, 2020 年 7 月 6 日公司级别被下调至 C。

### 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
16 泰禾 02	2019/6/13	30.00	2016/5/25-2021/5/25	无	-
16 泰禾 03	2019/6/13	15.00	2016/5/25-2021/5/25	无	-

注：“16 泰禾 02”附第 3 年末公司回售选择权和上调票面利率选择权。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及泰禾集团股份有限公司（以下简称“泰禾集团”或“公司”）2016年面向合格投资者公开发行公司债券（以下简称“16泰禾02”及“16泰禾03”）的跟踪评级安排，东方金诚基于泰禾集团提供的2019年度审计报告、2020年一季度未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

泰禾集团主要从事房地产开发业务，控股股东为泰禾投资集团有限公司（以下简称“泰禾投资”），实际控制人为自然人黄其森。

公司前身为成立于1992年12月的福建三农化学股份有限公司（以下简称“福建三农化学”），注册资本6352万元，主营业务为农药化工。1997年7月，福建三农化学在深圳证券交易所主板上市（股票代码：000732.SZ），控股股东三明市国有资产管理局持股比例为22.28%。2010年2月，公司注册资本增至101717.80万元，控股股东变更为泰禾投资，实际控制人变更为自然人黄其森，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。2015年9月，公司完成非公开发行股票22727.27万股，募集资金39.28亿元，总股本增至124445.07万股。截至报告出具日，公司总股本248890.14万股，控股股东泰禾投资持有公司股份121880.16万股，持股比例为48.97%，其中已累计质押的股份数为120742.00万股，占公司总股本的48.51%，占泰禾投资持有公司股份的99.07%。公司实际控制人仍为自然人黄其森。

公司主要从事房地产开发、化工、服务和零售等业务，其中房地产开发是公司收入和利润的最主要来源。跟踪期内，公司房地产项目业态仍以高端住宅及商业地产为主，项目在一二线城市占比相对较高，在克而瑞地产研究院发布的《2019年1-12月中国房地产企业销售榜TOP200》、《2020年上半年中国房地产企业销售榜TOP100》中，泰禾集团全口径合同销售金额分列第27位和第58位。

截至2020年3月末，泰禾集团资产总额2234.25亿元，所有者权益333.79亿元，资产负债率85.06%。2019年及2020年1~3月，公司实现营业收入分别为236.21亿元和4.80亿元，利润总额分别为0.51亿元和-6.76亿元。

## 公司债券本息兑付及募集资金使用情况

经深圳证券交易所“深证函【2016】517号文”批复，公司于2016年5月发行30亿元一般公司债券，债券简称为“16泰禾02”，票面利率6.00%，起息日为2016年5月25日，到期日为2021年5月25日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，债券附第三年末回售选择权和上调票面利率选择权。截至本报告出具日，“16泰禾02”已

完成回售数量为 29999094 张，回售金额为 3179903964.00 元（含利息）；剩余托管数量为 906 张，债券余额为 0.0009 亿元。

经深圳证券交易所“深证函【2016】517号文”批复，公司于2016年5月发行15亿元一般公司债，债券简称为“16泰禾03”，票面利率7.20%，起息日为2016年5月25日，到期日为2021年5月25日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至本报告出具日，“16泰禾02”和“16泰禾03”所募集的45亿元资金中，40亿元已用于偿还金融机构借款，5亿元已用于补充公司流动资金；公司均按时兑付“16泰禾02”和“16泰禾03”利息。

## 宏观经济与政策环境

### 投资引领二季度经济修复，海外疫情持续蔓延将对下半年经济运行形成制约。

二季度复工复产基本到位，宏观经济供需两端稳步修复，加之防疫物资出口带动外需保持稳定，季度GDP同比回升至3.2%。上半年GDP同比也从一季度的-6.8%回升到-1.6%。其中，二季度固定资产投资同比增长3.8%，增速比一季度大幅加快20个百分点，是当前经济复苏的主导力量；而以社会消费品零售总额为代表的消费需求回升较缓，二季度延续负增长状态。时至年中，海外疫情仍在加速蔓延，下半年全球经济将继续深度衰退，外需下滑有可能对国内经济运行形成一定拖累。下半年投资还有一定加速空间，而防疫常态化将不可避免地对消费回暖形成一定制约。预计下半年GDP增速有望逐步向6.0%的常态水平回归，全年经济增速将在2.5%左右。

**二季度宽信用保持较快步伐，财政逆周期调节发力，近期资金面边际收紧不会改变货币政策宽松方向。**

二季度M2和社融存量增速均加快至多年以来的高位，地方政府专项债筹资大幅增加，特别国债开闸发行，成为支撑投资加速和经济复苏的关键因素。上半年各类资金支出进度较缓，下半年财政逆周期调节力度会有进一步显现。近期为遏制金融空转套利抬头，市场资金利率上行较快。不过，考虑到下半年经济修复可能遇到“瓶颈”，以及全球疫情及中美经贸关系还存在较大不确定性，央行在坚守不搞大水漫灌底线的同时，不会改变货币政策宽松的大方向。预计下半年资金面不会进一步收紧，MLF降息有望重启，M2和社融存量增速还有小幅上行空间。

## 行业分析

公司主要从事房地产开发业务，所属行业为房地产行业。

### 房地产行业

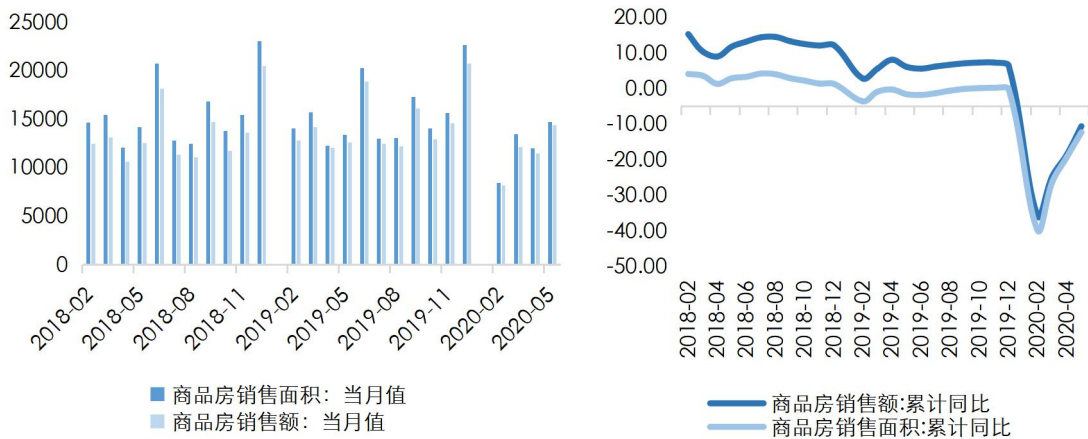
**新冠肺炎疫情对房地产短期销售产生冲击，但疫情好转复工深化，供需双向改善推动销售快速修复，预计在政策维稳、按揭投放趋稳及需求回补的影响下，三季度销售增速将有望持续修复**

受新冠肺炎疫情影响，2020年上半年房企销售增速同比放缓，但4月以来，随着国内疫情缓解及复工深化，在房企推盘力度加大叠加积压购房需求释放下，销售业绩持续改善。2020年

1~5月，全国商品房累计销售面积48703万平方米，同比下降12.3%，但降幅自4月以来持续收窄；商品房销售额46269亿元，同比下降10.6%，降幅较1~4月收窄8.0个百分点；其中5月单月销售面积同比增速年内首次回正至9.7%。同时，30大中城市商品房成交面积持续显著修复，4月以来较去年同期均有所增长。

预计三季度随着疫情影响的进一步缓解，房地产市场供给节奏将进一步加快，购房需求的释放和房企推盘销售的提升将有助于商品房销售面积的修复。目前各城市复工投产持续推进，大部分房企销售施工基本满血恢复，部分房企积极推出“以价换量”、“全民营销”等促销策略。“房住不炒”主基调不变，“渡难关”政策趋于缓和，多地政策向户籍、土地等长期改革层面转变，地方需求政策托底、按揭投放趋稳，流动性相对宽松的支持下，三季度销售增速料将持续得到修复。

图表1 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



数据来源: Wind

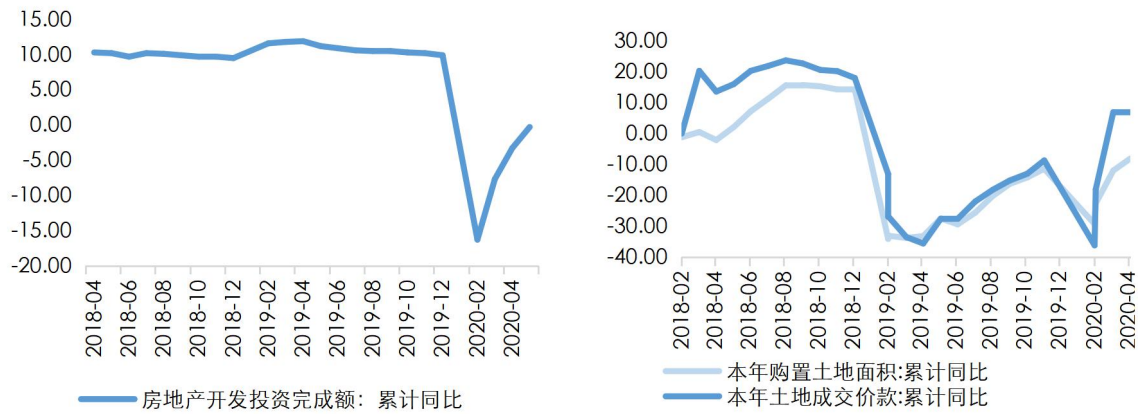
**疫情对新开工及施工形成拖累，行业投资增速下滑，随着国内疫情缓解，预计三季度投资增速在土地市场回暖、开复工提升的情况下继续得到改善**

疫情对房地产行业新开工及施工进度产生不利影响，制约行业投资增速，但在疫情逐步缓解的背景下，房地产行业自4月份以来已陆续实现复工复产，新开工及补库存积极，施工保持增长，对房地产开发投资规模实现了拉动。1~5月，国内房地产开发投资完成额45920亿元，同比减少0.3%，降幅连续两个月实现收窄，开发投资额修复明显。

预计三季度，在相对宽松的融资环境、政府供地提升和房企补库存需求的带动下，土地市场预计呈现回暖趋势，同时复工及赶工进度加快对新开工和施工进度产生促进作用，销售回款的提升将对房企施工及拿地提供资金支持，房企土地购置、施工及竣工进度预计进一步改善，房地产企业投资增速在三季度有望持续回升。



图表2 全国房地产开发投资及土地购置情况 (%)



数据来源: Wind

## 业务运营

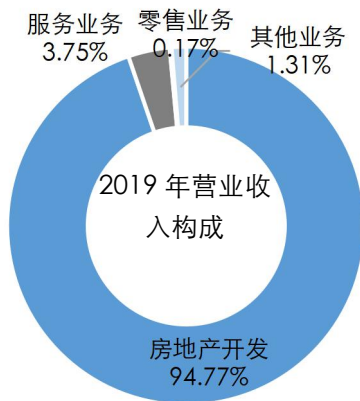
### 经营概况

公司营业收入和毛利润仍主要来源于房地产开发业务，跟踪期内，公司营业收入和毛利润均大幅下降，毛利率显著下滑，主业获利能力明显下降

2019年，公司实现营业收入236.21亿元，同比下降23.77%，主要是房地产结转项目减少所致。从收入构成看，房地产开发业务仍是公司收入的最主要来源，占营业收入的比重为94.77%；服务、零售和其他业务占比较小。同期，公司综合毛利率为16.16%，同比大幅下降14.20个百分点，主要是当期结转的房地产项目拿地成本较高，利润水平显著下降；其中房地产开发业务毛利率15.89%，同比下降14.66个百分点。

2020年1~3月，公司仅实现营业收入4.80亿元，同比大幅下降93.57%，主要是受新冠肺炎疫情影响，公司施工进度放缓，当期结转房地产项目较少所致；同期，公司毛利润为1.58亿元，毛利率为32.85%，同比增加5.74个百分点。

图表3 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况 (单位: 亿元、%)



类别	2017年		2018年		2019年		2020年1~3月 <sup>1</sup>	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	235.06	96.61	300.07	96.84	223.85	94.77	-	-
化工业务	1.51	0.62	-	-	-	-	-	-
服务业务	1.96	0.81	8.43	2.72	8.86	3.75	-	-
零售业务	3.33	1.37	0.50	0.16	0.41	0.17	-	-
其他业务	1.45	0.60	0.85	0.27	3.09	1.31	-	-
<b>合计</b>	<b>243.31</b>	<b>100.00</b>	<b>309.85</b>	<b>100.00</b>	<b>236.21</b>	<b>100.00</b>	<b>4.80</b>	<b>100.00</b>
	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>
房地产开发	67.10	28.55	91.68	30.55	35.58	15.89	-	-
化工业务	0.31	20.73	-	-	-	-	-	-
服务业务	-0.99	-50.62	1.94	23.02	1.32	14.85	-	-
零售业务	0.06	1.70	-0.03	-5.16	0.02	4.52	-	-
其他业务	0.74	50.95	0.49	58.06	1.26	40.92	-	-
<b>合计</b>	<b>67.22</b>	<b>27.63</b>	<b>94.09</b>	<b>30.36</b>	<b>38.18</b>	<b>16.16</b>	<b>1.58</b>	<b>32.85</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 房地产开发

跟踪期内，公司合同销售金额、合同销售面积均有所下滑，房地产项目中去化难度较大的高端住宅和商业项目占比高，在公司流动性紧张、行业调控政策持续及疫情的不利影响下，公司推盘节奏进一步放缓，未来仍将面临较大去化压力

公司具有国家一级房地产开发资质，项目开发经验丰富，产品业态包含住宅、高档公寓、甲级办公和城市综合体等，并已拥有一定的品牌知名度。除了高端改善型“院子系”产品外，还推出了“大院系”、“小院系”、“府系”和“园系”等多条差异化产品线。

跟踪期内，公司继续深耕原有进驻城市的项目布局，未进行新的土地获取及区域扩张。目前房地产项目仍主要位于一线及核心二线城市，包括以福州和厦门为中心的海西经济区、以武汉为中心的中部地区、以北京为中心的京津冀地区、以上海为中心的长三角地区、以广州和深圳为中心的珠三角地区。在克而瑞地产研究院发布的《2019年1-12月中国房地产企业销售榜TOP200》、《2020年上半年中国房地产企业销售榜TOP100》中，泰禾集团全口径合同销售金额分列第27位和第58位。

2019年，受限于流动性紧张，公司未进行土地获取且转让多个房地产项目股权以回笼资金，同时部分高端住宅及商业项目销售去化速度较慢，回款周期长，公司推盘销售节奏放缓，全口径合同销售面积和全口径合同销售金额分别为334.29万平方米和760.95亿元，同比分别减少10.78%和18.12%，平均合同销售价格为22763.57元/平方米，同比下降8.22%。

从销售回款来看，2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金440.79亿元，为同期全口径合同销售金额的57.93%，同比提高8.39个百分点，销售回款率有所提升，但仍处于较低水平，同时，新冠肺炎疫情对公司一季度销售及回款形成不利影响，流动性紧张对公司项目推盘销售产生阻碍，预计合同销售金额及销售回款短期继续承压。

<sup>1</sup> 公司未提供2020年一季度营业收入、毛利润及毛利率构成情况。

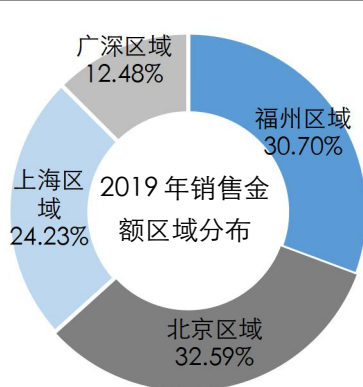
图表4 2017~2019年公司房地产业务销售及结转情况(单位:亿元、万平方米、元/平方米)

指标	2017年	2018年	2019年
合同销售面积	393.37	374.70	334.29
其中:权益销售面积	-	291.97	251.57
合同销售金额	823.73	929.36	760.95
其中:权益销售金额	-	719.13	596.82
平均合同销售价格	20940.34	24802.79	22763.57
结转面积	122.39	124.48	-
结转金额	230.69	295.51	-
平均结转售价	18848.76	23739.56	-
结转成本	167.95	206.52	-
平均开发成本	13722.87	16590.62	-

资料来源:公司提供,东方金诚整理

从销售区域来看,公司在以北京为主的北京区域和以福州为主的福州区域的项目销售占比相对较高,2019年在上海区域的销售面积和金额显著下降,系大城小院、上海院子等项目在2018年推盘销售规模较大所致。

图表5 公司房地产开发项目分区域销售情况(单位:万平方米、亿元)



类别	2017年		2018年		2019年	
	合同销售面积	合同销售金额	合同销售面积	合同销售金额	合同销售面积	合同销售金额
福州区域	172.73	200.17	130.62	214.71	131.72	233.60
北京区域	111.29	359.91	101.63	277.04	79.29	248.01
上海区域	69.94	144.86	106.35	357.62	78.72	184.41
广深区域	39.41	118.81	36.10	79.99	44.55	94.93
合计	393.37	823.73	374.70	929.36	334.28	760.95

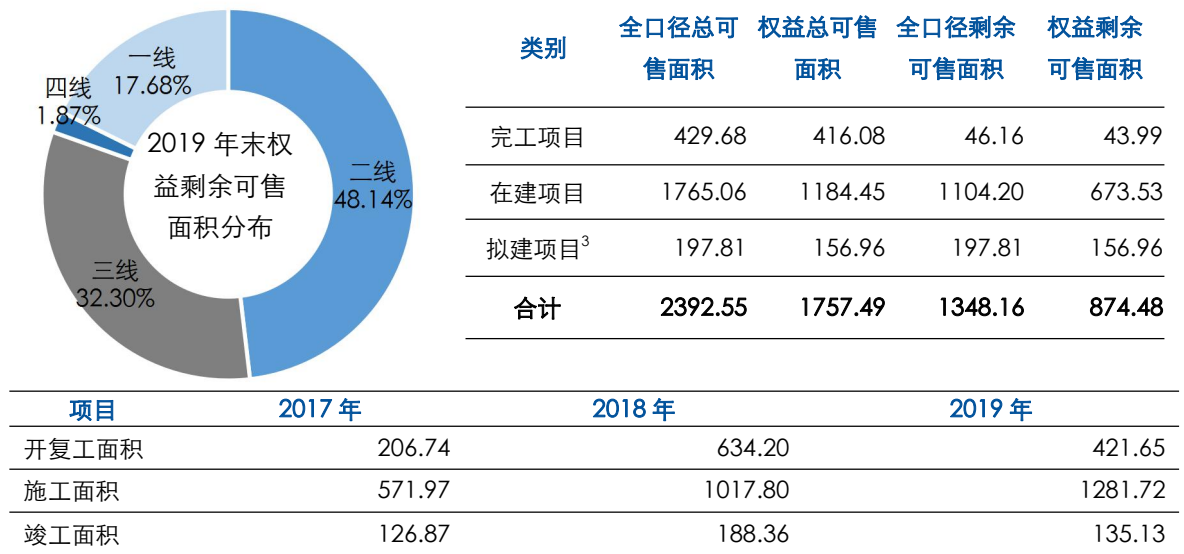
数据来源:公司提供,东方金诚整理

截至2019年末,公司房地产项目全口径总可售面积<sup>2</sup>为2392.55万平方米,全口径剩余可售面积1348.16万平方米;权益总可售面积1757.49万平方米,权益剩余可售面积874.48万平方米,其中完工项目和在建项目的权益剩余可售面积分别为43.99万平方米和673.53万平方米,拟建项目的规划计容建筑面积为156.96万平方米。房地产项目业态以住宅为主,商业为辅,权益剩余可售面积在一线城市、二线城市和三线城市占比分别为17.68%、48.14%和32.30%。

从具体城市来看,公司在一二线城市的土地储备占比相对较高,其中位于郑州、福州、北京、苏州和南京的权益剩余可售面积分别为86.55万平方米、67.05万平方米、65.66万平方米、43.13万平方米和42.87万平方米,占比分别为9.90%、7.67%、7.51%、4.93%和4.90%。同时,公司权益剩余可售面积在三线城市的比重为32.30%,其中在漳州的项目权益剩余可售面积180.33万平方米,占比20.62%,比重较大,未来面临一定去化压力。

<sup>2</sup> 总可售面积统计口径为已完工项目剩余可售面积+在建项目剩余可售面积+拟建项目计容建筑面积。

图表 6 公司房地产可售项目情况及开工进度 (单位: 万平方米)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司土地储备规模较大, 一二线城市占比相对较高, 项目业态以高端住宅和商业地产项目为主。公司住宅地产项目主要针对于高端改善型需求用户, 产品售价高, 跟踪期内, 国内房地产调控保持“因城施策”的政策走势, 重点一二线城市的楼市调控政策持续, 公司住宅项目下游需求将受到较大抑制, 不利于项目的销售去化; 同时, 公司在漳州的土地储备规模较大, 城市下游需求相对不足叠加疫情的负面影响, 项目去化速度承压。另一方面, 公司高端住宅及商业项目开发周期较长, 前期需要较大规模的资金沉淀, 同时跟踪期内, 国内房地产企业融资环境有所收紧, 考虑到公司较重的债务负担、大规模债务逾期和信用债违约等风险因素, 公司短期内再融资能力较弱, 预计在建项目和拟建项目的推盘销售节奏将受到制约, 未来存在较大去化压力。

跟踪期内, 公司房地产结转收入有所下降, 毛利润大幅减少, 业务获利能力下降, 预计流动性紧张、再融资受限将进一步制约项目施工、竣工及结转进度, 短期内公司业务收入及获利能力仍将面临下行压力

2019年公司实现房地产开发业务收入 223.85 亿元, 同比减少 25.40%, 主要是房地产结转项目减少所致; 毛利润为 35.58 亿元; 同期, 房地产开发业务毛利率为 15.89%, 同比减少 14.66 个百分点, 主要是当期结转房地产项目拿地成本相对较高, 项目利润水平较低, 业务获利能力显著下降。

此外, 截至 2019 年末, 公司预收账款为 496.76 亿元, 为当期结算收入的 2.22 倍, 对未来业务收入及利润的实现可以提供一定保障, 但公司目前流动性压力很大, 项目建设资金紧张且债务负担重, 项目施工及结转进度受到制约, 将对收入结转和利润的实现带来较大不确定性。

<sup>3</sup> 拟建项目剩余可售面积取值为“计容建筑面积”。

图表7 公司房地产开发业务收入及结转情况 (单位: 亿元、%、倍)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司未新增土地储备, 同时为缓解流动性压力, 出售部分项目子公司股权。2019年以来, 公司转让房地产项目子公司取得的总对价合计 137.94 亿元, 其中股权对价 102.59 亿元, 债权对价 41.31 亿元。股权转让对公司短期债务压力起到一定缓解作用。

图表8 2019年以来公司房地产项目转让情况 (单位: 亿元)

年月	交易标的	股权对价	债权对价	总对价	是否仍纳入合并范围
2019.03	杭州艺辉商务咨询有限公司 51%股权	3.79	-	3.79	否
2019.03	南昌茵梦湖项目四家标的公司各 51%股权	14.89	3.17	18.06	否
2019.03	漳州泰禾房地产开发有限公司 40%股权	0.54	5.80	6.34	是
2019.04	杭州临安同人置业有限公司 49%股权	7.84	1.44	9.29	是
2019.05	增城荔涛房地产有限公司 51%股权	10.45	0.42	10.87	否
2019.05	增城荔丰房地产有限公司 51%股权	12.45	8.73	21.18	否
2019.05	江苏东恒海鑫置业有限公司 20%股权	2.94	1.50	4.44	是
2019.05	佛山市顺德区中维房地产开发有限公司 30%股权	0.04	3.19	3.23	是
2019.06	增城荔涛、增城荔丰房地产有限公司各 29%股权	13.02	5.20	18.22	否
2019.06	达盛集团山东置业有限公司 70%股权	4.00	-	4.00	否
2019.06	河南润天置业有限公司 100%股权	12.60	-	12.60	否
2019.08	福州泰禾运成置业有限公司	0.5	1.49	1.99	是
2019.08	湖南浔龙河泰维置业有限公司 80%股权	1.42	1.22	2.64	否
2019.09	佛山市顺德区中维房地产开发有限公司 50%股权	0.04	4.38	4.42	否
2019.09	杭州艺辉商务咨询有限公司 51%股权	2.90	-	2.90	否
2019.09	福建泰信置业有限公司 30%股权	0.67	2.32	2.99	是
2019.09	福州泰盛置业有限公司 50%股权	5.97	-	-	否
2020.06	增城荔涛、增城荔丰各 19%股权	8.53	2.45	10.98	否
合计		102.59	41.31	137.94	-

资料来源: 公开信息、东方金诚整理

整体来看, 跟踪期内公司房地产结转项目减少同时结转项目成本较高, 业务获利能力显著下降, 疫情对 2020 年一季度收入及盈利产生不利影响, 同时公司货币资金明显减少、销售回款不及预期, 存在大额逾期债务, 融资渠道收窄, 项目建设资金筹措能力减弱, 流动性压力加大。

因此，公司施工、竣工及结转进度未来将面临较大的不确定性，预计公司短期内收入及盈利能力仍将面临较大下行压力。

**公司房地产项目未来投资规模较大，在行业融资环境趋紧的背景下，考虑到公司流动性风险高，未来将面临较大资金筹措压力**

截至 2019 年末，公司在建项目计划总投资额 3214.21 亿元，已累计投入 2166.03 亿元，尚需投资 1048.18 亿元，尚需权益投资 570.34 亿元<sup>4</sup>。

公司房地产项目未来投资规模较大，但项目投资资金筹措仍存在较大压力。一方面，国内房地产仍将保持“因城施策”的政策走势，公司在一二线城市的项目布局将持续受到房地产调控政策的不利影响，叠加公司流动性紧张导致推盘力度减弱，销售回款的放缓对投资资金来源支撑力度不足；另一方面，房地产行业融资环境将持续趋紧，公司债务逾期规模较大且资产受限比例高，再融资能力有限，未来项目建设将面临较大资金筹措压力。

## 公司治理与战略

**泰禾集团控股股东持有公司股份被质押比例极高且被完全冻结，存在实际控制人变更风险**

截至报告出具日，公司控股股东泰禾投资持有公司股份 121880.16 万股，持股比例为 48.97%，其中已累计质押的股份数为 120742.00 万股，占公司总股本的 48.51%，占泰禾投资持有公司股份的 99.07%；控股股东泰禾投资及其一致行动人叶荔、黄敏和黄其森累计持有公司 62.69% 的股份，已累计质押股份占公司总股本的 62.01%，共计占上述股东所持股份比例的 98.91%。公司控股股东持有公司股份被质押比例极高。此外，控股股东泰禾投资所持有的公司股份已全部被司法冻结及轮候冻结，面临实际控制人变更风险。

经在中国执行信息公开网查询，截至报告出具日，公司存在被列为执行人的信息合计 17 条，被列为被执行人的执行标的累计金额为 38.08 亿元。

2020 年 4 月 30 日，公司收到深圳证券交易所下发的关注函，要求公司就 2019 年业绩下滑、债务偿付能力等方面进行回复，泰禾集团已于 2020 年 7 月 8 日对此问询函进行了回复。

**公司控股股东正在筹划公司引入战略投资者，相关交易可能导致公司控制权变更，目前控股股东拟向海南万益转让泰禾集团部分股份，但交易仍存在不确定性**

公司于 2020 年 5 月 14 日发布《泰禾集团股份有限公司关于筹划引入战略投资者的提示性公告》，称公司控股股东正在筹划公司引入战略投资者事项，相关交易可能导致公司控制权变更；本次引入战略投资者尚处于筹划阶段，各方尚未签署相关股权转让协议或合作框架协议，能否签署尚存在不确定性；本次股权转让涉及有权部门的事前审批，审批结果尚存在不确定性；本次股权转让如涉及转让目前已质押或冻结的股份，需办理完成解除质押手续或解除冻结手续，或取得权利人书面同意函。

2020 年 7 月 30 日，泰禾投资、黄其森与万科企业股份有限公司的全资子公司海南万益管理服务有限公司（以下简称“海南万益”）签署了《股份转让框架协议》，泰禾投资拟将其持

<sup>4</sup> 公司未提供拟建项目投资情况。

有泰禾集团 19.9%的股份转让给海南万益，标的股份转让价格为每股人民币 4.90 元，按每股人民币 4.90 元计算对应目标公司 19.9%股份（共计 495291400 股）总对价为 2426927860.00 元。此外，在下列前置条件全部获得满足后，海南万益有权要求泰禾投资和黄其森就拟议交易签署补充协议（如需），泰禾投资和黄其森应予以无条件配合，但海南万益有权对下述前置条件的一项或多项予以豁免，前置条件主要包括：1) 泰禾集团制定债务重组方案并与债权人达成一致，债务重组方案能支持目标公司恢复正常经营；2) 海南万益对泰禾投资及泰禾集团完成法律、财务、业务等尽职调查，且各方已经就尽职调查中所发现的问题的解决方案及拟议交易的方案达成了一致，不存在影响拟议交易的重大问题；3) 泰禾投资提供令海南万益满意的文件，确保拟转让股份权属明确、清晰、完整，不存在任何限制股份转让的限制、权利负担或任何司法保全措施，也不存在法律纠纷或争议；4) 泰禾投资及泰禾集团已披露的信息均真实、准确、完整，并且在所有的重要方面不存在遗漏、虚假记载、误导性陈述、不实或瑕疵的情况。同时，经各方确认，上述全部条件若在 2020 年 9 月 30 日前未获得满足且未获得海南万益豁免，则海南万益有权单方面终止协议。本次股份转让最终能否达成取决于相关先决条件能否满足，存在不确定性。

## 财务分析

### 财务概况

泰禾集团提供了 2019 年审计报告和 2020 年一季度财务报表。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报表进行了审计，出具了带持续经营重大不确定性段落的无保留意见审计报告，与持续经营相关的重大不确定性为：公司存在大额已到期未归还借款，截至审计报告披露日，公司存在的已到期未付借款金额为 235.58 亿元，尚未支付的罚息为 6.40 亿元；此外，公司因子公司未履行还款义务而被列为被执行人。公司 2020 年 1~3 月财务报表未经审计。

### 资产构成与资产质量

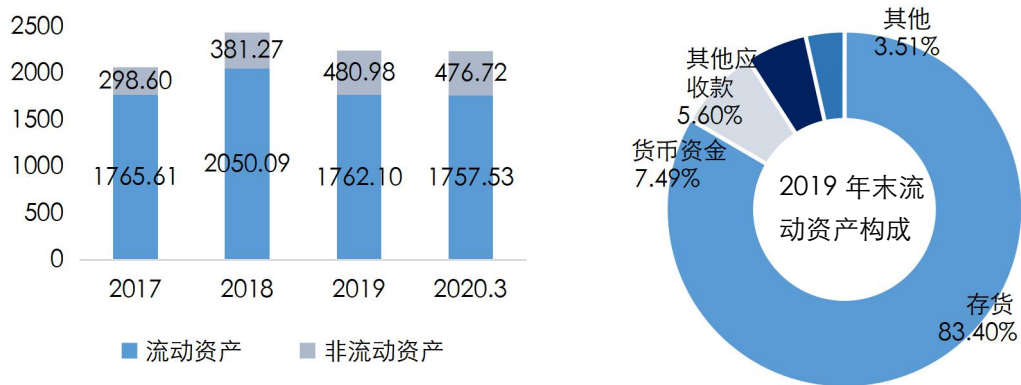
**跟踪期内，公司资产规模有所减少，其中存货占比较高，存货周转率仍处于较低水平，货币资金大幅下降，以关联方往来款为主的其他应收款规模较大，对资金形成占压，资产受限比例高，对资产流动性及再融资形成不利影响**

跟踪期内，受存货下降影响，公司资产规模有所减少，其中 2019 年末资产总额 2243.09 亿元，同比下降 7.74%，其中流动资产占比 78.56%，仍为资产的主要构成部分；2020 年 3 月末，公司资产总额 2234.25 亿元，较期初小幅下降。

2019 年末，公司流动资产 1762.10 亿元，同比减少 14.05%，主要是存货规模的下降所致，其中存货、其他应收款和货币资金占比相对较大。2019 年末公司存货账面价值为 1469.65 亿元，同比减少 15.31%，主要是公司跟踪期内无新增土地储备，同时将多个项目股权转让，随着在建项目的竣工结转，公司存货规模有所下降。其中开发成本和开发产品期末账面价值分别为

1358.91 亿元和 110.31 亿元，受限比例为 38.01%，累计计提存货跌价准备 9.76 亿元；2019 年公司存货周转次数为 0.12 次，同比有所下降，周转效率仍处于较低水平；2020 年 3 月末，公司存货为 1501.47 亿元。2019 年末，公司货币资金期末余额 131.96 亿元，同比减少 11.41%，其中银行存款和其他货币资金分别为 118.97 亿元和 12.98 亿元，受限货币资金 18.18 亿元，占比 13.77%，受限货币资金中定期存款或通知存款、银行监管户资金、司法冻结和履约保证金分别为 10.24 亿元、2.87 亿元、2.39 亿元和 1.89 亿元；2020 年 3 月末，由于销售回款的减少以及债务偿付，公司货币资金为 55.53 亿元，较 2019 年末大幅减少 57.92%。

图表 9 公司资产构成情况 (单位: 亿元)



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
货币资金	165.85	148.95	131.96	55.53
其他应收款	140.76	94.32	98.70	102.69
存货	1407.13	1735.28	1469.65	1501.47
<b>流动资产合计</b>	<b>1765.61</b>	<b>2050.09</b>	<b>1762.10</b>	<b>1757.53</b>
长期股权投资	67.77	66.96	80.97	71.33
投资性房地产	123.20	176.56	255.19	255.88
<b>非流动资产合计</b>	<b>298.60</b>	<b>381.27</b>	<b>480.98</b>	<b>476.72</b>
<b>资产总额</b>	<b>2064.21</b>	<b>2431.36</b>	<b>2243.09</b>	<b>2234.25</b>

公司其他应收款主要由合营联营企业与合作方往来款、往来款、保证金押金等构成，2019 年末公司其他应收款为 98.70 亿元，同比增长 4.46%，其中合营联营企业与合作方往来款占比较高，累计计提坏账准备 5.60 亿元。其他应收款账龄在 1 年以内、1-2 年的分别为 64.55 亿元和 34.51 亿元，前五大客户期末余额 33.80 亿元，占比 32.40%，均为往来款；2020 年 3 月末，公司其他应收款为 102.69 亿元。公司其他应收款规模较大，存在资金占压，同时部分款项面临坏账损失风险。

图表 10 2019 年末公司其他应收款前五大客户情况 (单位: 亿元、%)

名称	款项性质	账面余额	账龄	占比
安徽省文一投资控股集团庐阳置业有限公司	关联方款项	9.60	1-2 年	9.20
厦门泰世房地产开发有限公司	关联方款项	7.84	1-2 年	7.52



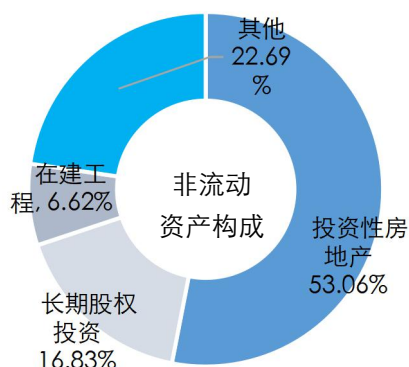
深圳信润房地产开发有限公司	合作方款项	6.76	1-2年	6.48
南昌市政公用房地产集团有限公司	关联方款项	4.95	1年以内	4.75
杭州傲润企业管理有限公司	合作方款项	4.64	1年以内	4.45
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>33.80</b>	<b>-</b>	<b>32.40</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产有所增长，2019年末为480.98亿元，同比增长26.15%，占资产总额的比重为21.44%，主要由投资性房地产和长期股权投资等构成。公司投资性房地产主要为对外出租的物业项目，2019年末账面余额为255.19亿元，同比增长44.53%，均为存货转入，包括泰禾中央广场项目、长安中心、泰禾大厦和东二环泰禾广场，入账公允价值分别为63.17亿元、10.33亿元、6.20亿元和1.41亿元，其中未办妥产权证书的投资性房地产账面价值23.70亿元，因金融机构借款提供担保而受限的投资性房地产合计200.75亿元，占比78.67%，受限比重很高。公司长期股权投资均为对合营及联营企业进行的投资，2019年末账面余额为80.97亿元，同比增长20.91%；2020年3月末为71.33亿元，较期初下降11.90%。

从当前资产受限情况来看，截至2019年末，公司受限资产807.11亿元，由存货、投资性房地产、固定资产等构成，主要为抵质押借款，占资产总额的比例为35.98%，是净资产的2.39倍，资产受限比重高，对资产流动性及再融资能力形成不利影响。

图表 11 2019 年末公司非流动资产构成及资产受限情况（单位：亿元）



项目	账面价值	受限金额
货币资金	131.96	18.18
存货	1469.65	558.63
固定资产	35.67	21.39
无形资产	15.99	1.98
投资性房地产	255.19	200.75
在建工程	25.43	6.19
<b>合计</b>	<b>1933.89</b>	<b>807.11</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 资本结构

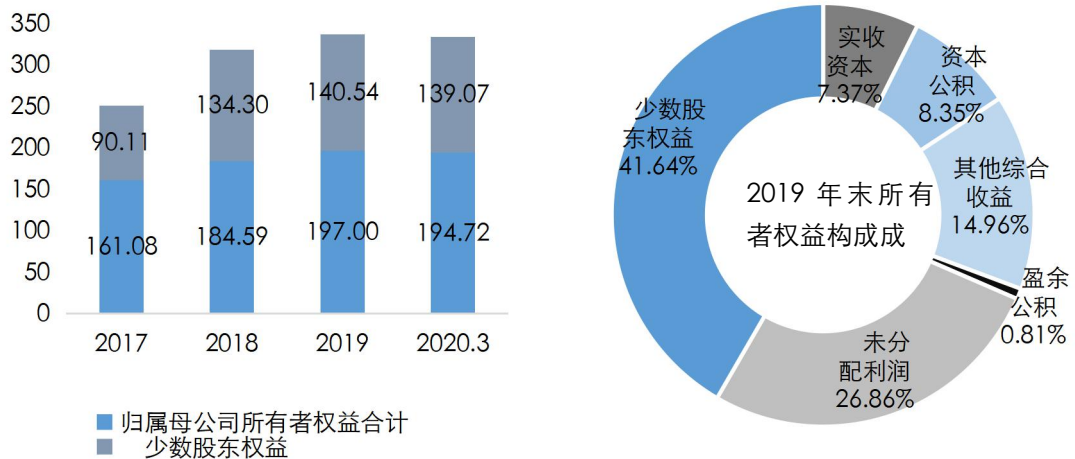
**公司少数股东权益和未分配利润占所有者权益比重很高，对所有者权益的稳定性造成不利影响**

2019年末，公司所有者权益为337.54亿元，同比增长5.85%，其中少数股东权益、未分配利润和其他综合收益占比较大。其中实收资本24.89亿元，同比增长100.00%，均为资本公积转增股本所致；资本公积28.20亿元，同比减少22.39%，一方面是资本公积转增股本，另一方面是购买子公司少数股权及处置子公司长期股权导致资本溢价增加；其他综合收益50.51亿元，同比增长15.33%，主要为按公允价值计量的投资性房地产；未分配利润为90.68亿元，同

比增长 1.56%；少数股东权益为 140.54 亿元，同比增长 4.64%。

2020 年 3 月末，公司所有者权益为 333.79 亿元，较期初减少 1.11%，系净利润亏损导致未分配利润减少所致。总体来看，公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比很高，对所有者权益稳定性造成不利影响。

图表 12 公司所有者权益结构情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

**跟踪期内，公司全部债务规模仍较大且短期债务占比提升，存在大额到期未偿付款项，同时发生多笔信用债违约，债务偿付能力弱，流动性极为紧张**

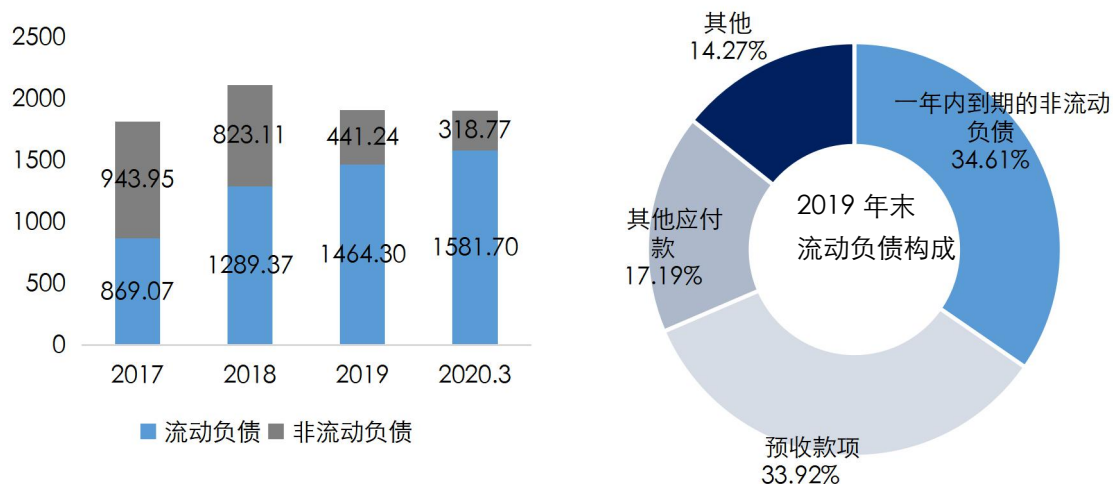
跟踪期内，公司负债总额持续下降，其中流动负债占比相对较高。2019 年末，公司负债总额 1905.55 亿元，同比下降 9.80%，其中流动负债占比 76.84%，比重同比增加 15.81 个百分点，流动负债占比显著提升。

2019 年末公司流动负债 1464.30 亿元，同比增长 13.57%，其中一年内到期的非流动负债、预收款项和其他应付款占比较大。跟踪期内，随着长期有息债务将于一年内到期，公司一年内到期的非流动负债有所增长，2019 年末为 506.81 亿元，同比增长 22.45%，其中一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券分别为 425.82 亿元和 80.58 亿元，同期末，公司一年内到期的非流动负债中存在到期未支付借款 48.62 亿元；2020 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债进一步增至 607.40 亿元。

公司预收款项主要是已售未结算的房屋预售款，跟踪期内随着项目推盘销售，公司预收账款持续增长，其中 2019 年末为 496.76 亿元，同比增长 32.90%；2020 年 3 月末进一步增长 521.43 亿元。公司其他应付款主要为往来款、未付股权转让款和客户暂收款等，2019 年末公司其他应付款账面余额为 251.74 亿元，同比增长 24.25%，其中往来款为 200.96 亿元，比重较大；截至 2020 年 3 月末，公司其他应付款 236.17 亿元。随着公司对部分借款的偿付，公司短期借款总体有所减少，其中 2019 年末短期借款 48.30 亿元，同比下降 69.88%，其中抵押借款、质押借款和保证借款分别为 44.09 亿元、2.80 亿元和 1.40 亿元，同期短期借款不存在已逾期未偿还款项；2020 年 3 月末公司短期借款为 65.00 亿元，较期初增长 34.57%。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成,2019年末,公司长期借款为291.03亿元,同比减少49.88%,主要是借款偿还以及重分类至一年内到期的非流动负债所致,公司长期借款中抵押借款占比相对较大;2020年3月末公司长期借款204.00亿元,较期初下降29.91%。公司应付债券持续减少,其中2019年末和2020年3月末分别为124.01亿元和88.32亿元。截至2020年3月末,公司存续债券包括国内信用债和美元债,其中国内信用债存续8只,合计发行金额104.16亿元;此外,公司美元债余额合计100.57亿元<sup>5</sup>。

图表 13 公司负债构成情况 (单位: 亿元)



项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
短期借款	218.16	160.38	48.30	65.00
预收款项	225.24	373.80	496.76	521.43
其他应付款	105.56	202.61	251.74	236.17
应付账款	68.09	70.60	77.36	52.54
一年内到期的非流动负债	212.60	413.90	506.81	607.40
<b>流动负债合计</b>	<b>869.07</b>	<b>1289.37</b>	<b>1464.30</b>	<b>1581.70</b>
长期借款	705.26	580.64	291.03	204.00
应付债券	218.93	220.33	124.01	88.32
<b>非流动负债合计</b>	<b>943.95</b>	<b>823.11</b>	<b>441.24</b>	<b>318.77</b>
<b>负债总额</b>	<b>1813.02</b>	<b>2112.47</b>	<b>1905.55</b>	<b>1900.46</b>

有息债务方面,跟踪期内公司全部债务有所下降但规模依然较大,同时随着部分长期债务集中进入兑付期,短期有息债务占比持续提升,短期内债务集中偿付压力很大。截至2019年末,公司全部债务974.36亿元,同比下降31.36%,其中短期有息债务和长期有息债务占比分别为57.40%和42.60%,短期有息债务占比同比提升16.52个百分点。同期末,公司资产负债率为84.95%,同比下降1.93个百分点;若考虑到预收账款因素,调整后的资产负债率<sup>6</sup>为77.13%,同比下降2.96个百分点;公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为74.27%和

<sup>5</sup> 美元债余额为2019年度审计报告披露数据。

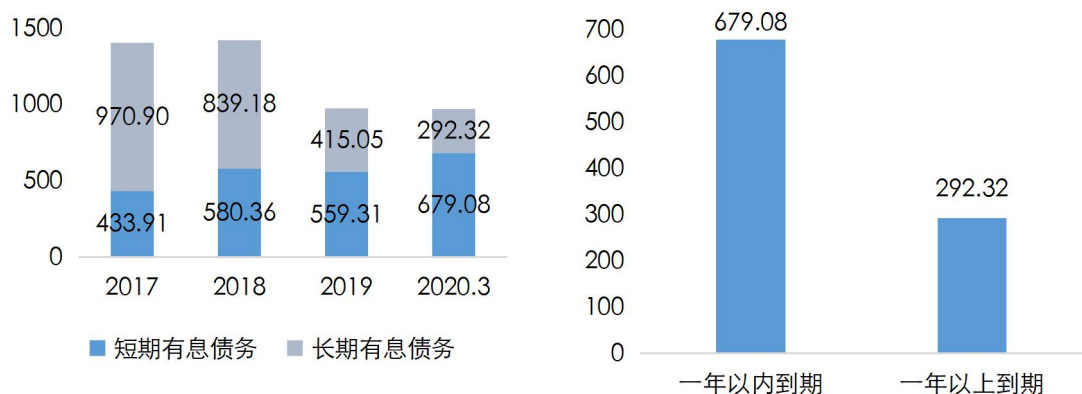
<sup>6</sup> 调整后资产总额=财务报表资产总额-预收账款\*(1-当期综合毛利率);调整后负债总额=财务报表负债总额-预收账款。

55.15%，同比分别减少 7.39 个百分点和 17.31 个百分点。2020 年 3 月末，公司全部债务 971.40 亿元，其中短期有息债务占比进一步提升至 69.91%，资产负债率和调整后的资产负债率分别为 85.06%和 73.19%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.43%和 46.69%。

从融资类别看，公司 2020 年内到期的债务为 555.11 亿元，其中非银行贷款-信托公司、非银行贷款-资产管理公司、公司债、银行借款和非银行贷款-其他的占比分别为 46.64%、24.80%、14.52%、12.35%和 1.69%，其中非银行金融机构年内到期金额合计 405.97 亿元，占比达到 73.13%。

从债务期限结构看，以公司 2020 年 3 月末有息债务为基础，公司将于未来 1 年内到期的有息债务为 679.08 亿元，规模较大，短期债务偿付压力大。公司流动性极为紧张，土地储备去化不佳，同时再融资受到抑制，发生大额债务逾期，截至 2020 年 7 月 7 日，公司已到期未偿付的债务为 270.65 亿元，其中包括 15 亿元中期票据“17 泰禾 MTN001”和银行借款 30.89 亿元，其余为非银行金融机构的融资逾期；此外，截至本报告出具日，公司未兑付的信用债本金合计 50 亿元，其中中期票据“17 泰禾 MTN001”和“17 泰禾 MTN002”的违约本金分别为 15 亿元和 20 亿元，公司债券“18 泰禾 01”的违约本金为 15 亿元。

图表 14 公司全部债务构成及期限结构情况（单位：亿元、%）



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
全部债务	1404.81	1419.54	974.36	971.40
资产负债率	87.83	86.88	84.95	85.06
调整后的资产负债率	83.51	80.08	77.13	73.19
全部债务资本化比率	84.83	81.66	74.27	74.43
长期债务资本化比率	79.45	72.46	55.15	46.69

资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2020 年 7 月 25 日，公司对外担保余额 26.12 亿元，占 2019 年末所有者权益的 7.74%，均为对参股公司提供的担保；此外，公司对全资、控股子公司的担保以及全资、控股子公司之间的相互担保余额 756.84 亿元，其中因被担保人发生逾期导致公司需履行担保义务的债务共三笔，合计逾期金额 18.56 亿元，均为对控股子公司提供的担保。

## 盈利能力

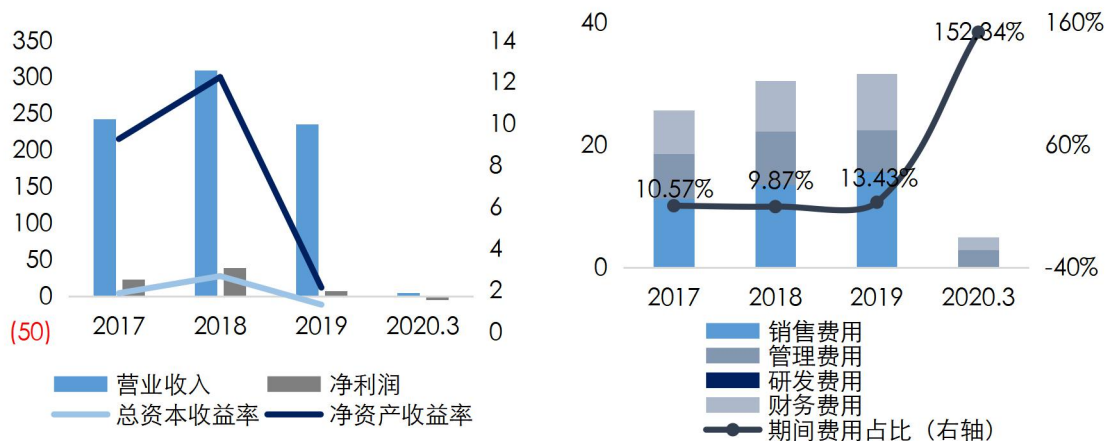
跟踪期内，公司营业收入和毛利率均显著下降，资产减值损失对利润形成侵蚀，利润总额和净利润均大幅下滑且主要依赖于投资收益，盈利能力大幅减弱，其中2020年一季度公司出现大额亏损

跟踪期内，公司营业收入、利润总额和净利润均显著下降，毛利率、营业利润率同比大幅减少，盈利能力减弱。2019年公司实现营业收入236.21亿元，同比减少23.77%，系房地产结转项目减少所致，毛利率为16.16%，同比下降14.20个百分点，营业利润率为12.96%，同比下降11.90个百分点，主营获利能力下降；利润总额0.51亿元，同比减少99.00%；净利润7.28亿元，同比减少81.38%。同期，总资本收益率和净资产收益率分别为1.34%和2.16%，同比分别下降1.36个百分点和10.11个百分点，盈利能力大幅下滑。2020年1~3月，公司营业收入4.80亿元，同比减少93.57%；利润总额和净利润分别为-6.76亿元和-5.39亿元，同比分别减少151.18%和154.08%，疫情的负面影响使公司的盈利能力进一步承压。

2019年，公司期间费用率为13.43%，同比增加3.56个百分点，主要是公司债务规模较大且融资成本较高，财务费用有所增长，其中财务费用9.27亿元，同比增长11.68%。非经常性损益方面，2019年公司资产减值损失8.77亿元，同比大幅增加5.04亿元，主要是存货跌价损失；公司新增信用减值损失1.02亿元，包括其他应收款坏账损失0.94亿元和应收账款坏账损失0.08亿元；同期，公司获得投资收益14.31亿元，同比增加9.89亿元，主要是公司处置部分长期股权投资产生的投资收益，其中处置长期股权投资产生的投资收益、核算法核算的长期股权投资收益、丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得分别为6.92亿元、1.51亿元和5.85亿元。公司非经常损益对利润水平影响很大，其中资产减值损失和信用减值损失对利润形成侵蚀，投资收益规模较大，但以处置子公司股权为主，不具有持续性。

总体来看，跟踪期内公司结转项目规模减少同时项目利润水平下降，主业获利能力较弱，同时期间费用有所增加，资产减值损失对利润形成侵蚀，通过处置子公司产生的投资收益在利润总额中占比较高，但不具有持续性。2020年一季度，流动性紧张叠加新冠肺炎疫情对施工进度的不利影响，公司营业收入大幅下滑，净利润大额亏损。

图表 15 公司收入及盈利能力（单位：亿元、%）



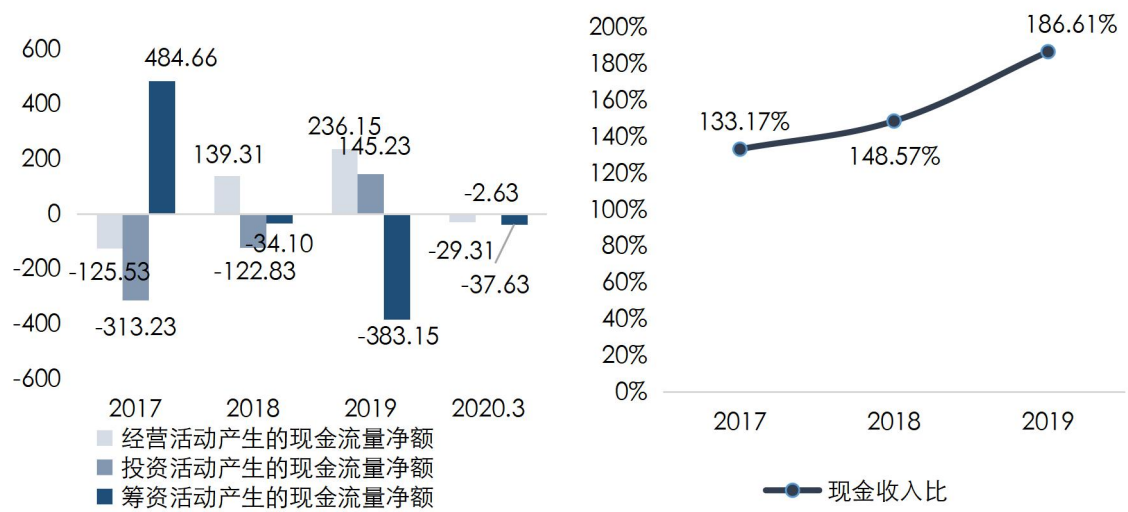
数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 现金流

受土地获取减少影响，公司经营性净现金流有所增加，处置子公司股权以及减少对外投资导致投资性净现金流大幅净流入，融资规模下降导致筹资净现金流大幅净流出，预计在销售回款放缓、再融资渠道受限下，公司将面临极为严重的流动性压力

2019年，公司经营性净现金流为236.15亿元，同比增长69.51%，系新增取地较少，购买商品支付的现金较上年减少所致；同期，公司现金收入比186.61%，同比提升38.04个百分点，主要是营业收入的下降所致。

图表 16 公司现金流情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2019年，公司投资性净现金流为145.23亿元，同比由净流出转为大幅净流入，主要是处置子公司收到的现金大幅增加，同时对外投资规模显著下降所致。筹资性现金流方面，2019年公司筹资性净现金流为-383.15亿元，净流出规模同比大幅增加349.05亿元，主要是公司新增借款及发行债券规模同比均显著减少，同时仍保持一定规模的债务偿付所致；2020年1~3月，公司筹资性净现金流为-37.63亿元。

总体来看，跟踪期内公司通过减少土地获取、处置部分子公司股权的方式改善现金流，同时对外借款的减少导致筹资性净现金流大幅净流出。公司在建项目较多，未来仍需较大规模资金进行项目建设，但公司资金紧张，项目建设进度放缓，通过房地产项目的销售回款难以覆盖短期有息债务，同时在大规模债务逾期、国内信用债违约、被纳入失信被执行人等风险事件频发的基础上，公司再融资能力受限，短期内仍将面临极为严重的流动性压力。

## 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内公司流动比率和速动比率均持续显著下滑，其中2019年末公司流动比率为120.34%，同比下降38.66个百分点，2020年3月末进一步降至111.12%；

2019年末速动比率为19.97%，同比下降4.44个百分点。同期，公司货币资金对短期债务的保障倍数大幅下降，截至2020年3月末，公司货币资金对短期债务的覆盖倍数仅为0.08倍，对短期债务的保障能力很弱。

从长期偿债能力指标来看，2019年公司利润水平大幅下降，同时融资成本上升导致利息支出依然较高，EBITDA利息倍数显著下降，全部债务/EBITDA大幅恶化。

图表 17 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

	2017年	2018年	2019年	2020年3月
流动比率	203.16	159.00	120.34	111.12
速动比率	41.25	24.42	19.97	16.19
货币资金/短期债务	0.38	0.26	0.24	0.08
经营现金流动负债比	-14.44	10.80	16.13	
EBITDA利息倍数	0.46	0.46	0.09	-
全部债务/EBITDA	35.96	23.68	77.18	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020年，公司需偿还刚性债务包括非银行金融机构融资、到期或回售的信用债及有息债务利息，其中非银行金融机构借款405.97亿元，信用债80.58亿元，将于2020年到回售期的债券本金30.00亿元。公司目前资金筹措压力较大，一方面，项目推盘销售进度明显放缓，同时在房地产持续调控的政策背景下，高端住宅及商业地产销售回款面临较大压力，房地产销售回款无法覆盖短期刚性债务；另一方面，公司目前存在大额逾期债务，且资产受限比重极高，再融资能力较弱。总体看，公司偿债能力弱，短期内不能对债务进行足额偿还。

## 过往债务履约情况

公司未提供《企业信用报告》。根据泰禾集团2019年审计报告，截至2020年6月12日，公司存在的已到期未偿付借款金额235.58亿元，尚未支付的罚息为6.40亿元；根据泰禾集团发布的《泰禾集团股份有限公司关于对深圳证券交易所年报问询函的回复公告》，截至2020年7月7日，公司已到期未付的债务277.65亿元。信用债方面，截至报告出具日，公司未兑付的信用债本金合计50亿元，其中中期票据“17泰禾MTN001”和“17泰禾MTN002”的违约本金分别为15亿元和20亿元，公司债券“18泰禾01”的违约本金为15亿元。

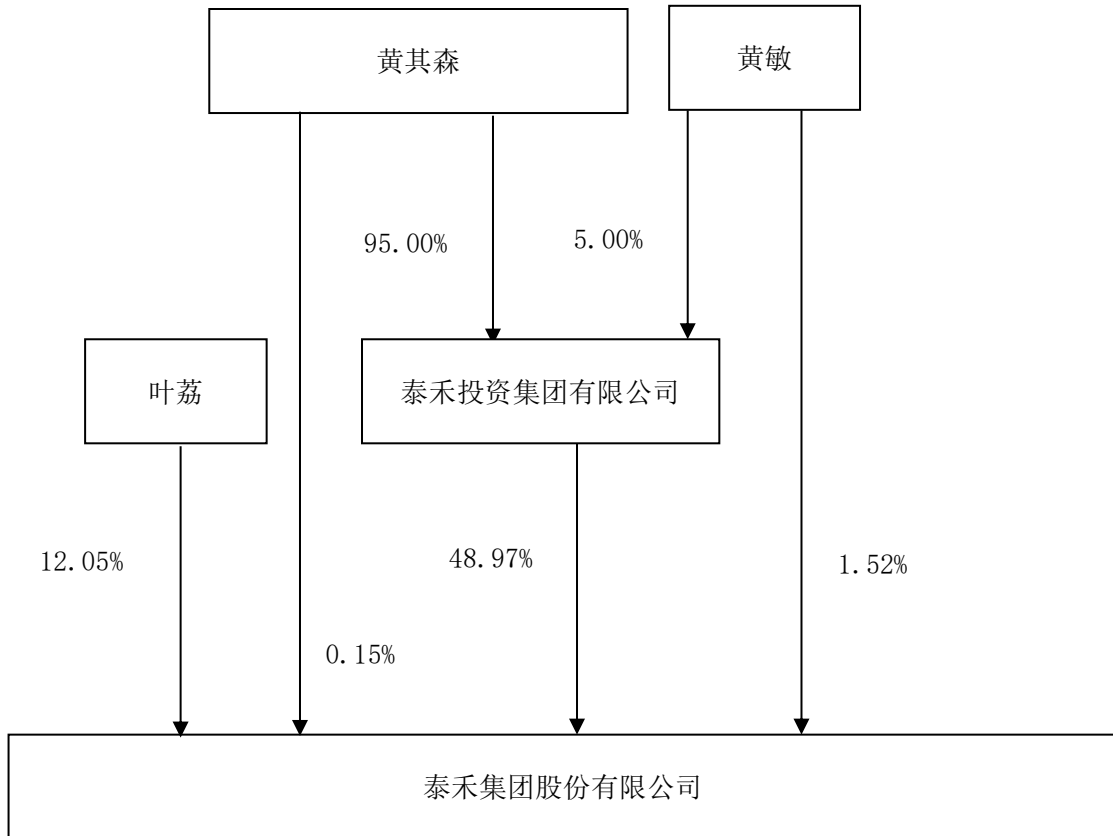
## 抗风险能力及结论

跟踪期内，公司合同销售金额和销售面积均有所下降，营业收入和利润总额均显著下降，其中2020年一季度净利润亏损，盈利能力大幅减弱；公司房地产项目中去化难度较大的高端住宅和商业项目占比高，在公司流动性紧张、行业调控政策持续及疫情的不利影响下，推盘节奏放缓，未来仍将面临较大去化压力；公司在建和拟建项目未来投资规模较大，在行业融资环境趋紧的背景下，考虑到公司流动性风险高，未来将面临较大资金筹措压力；公司控股股东持有

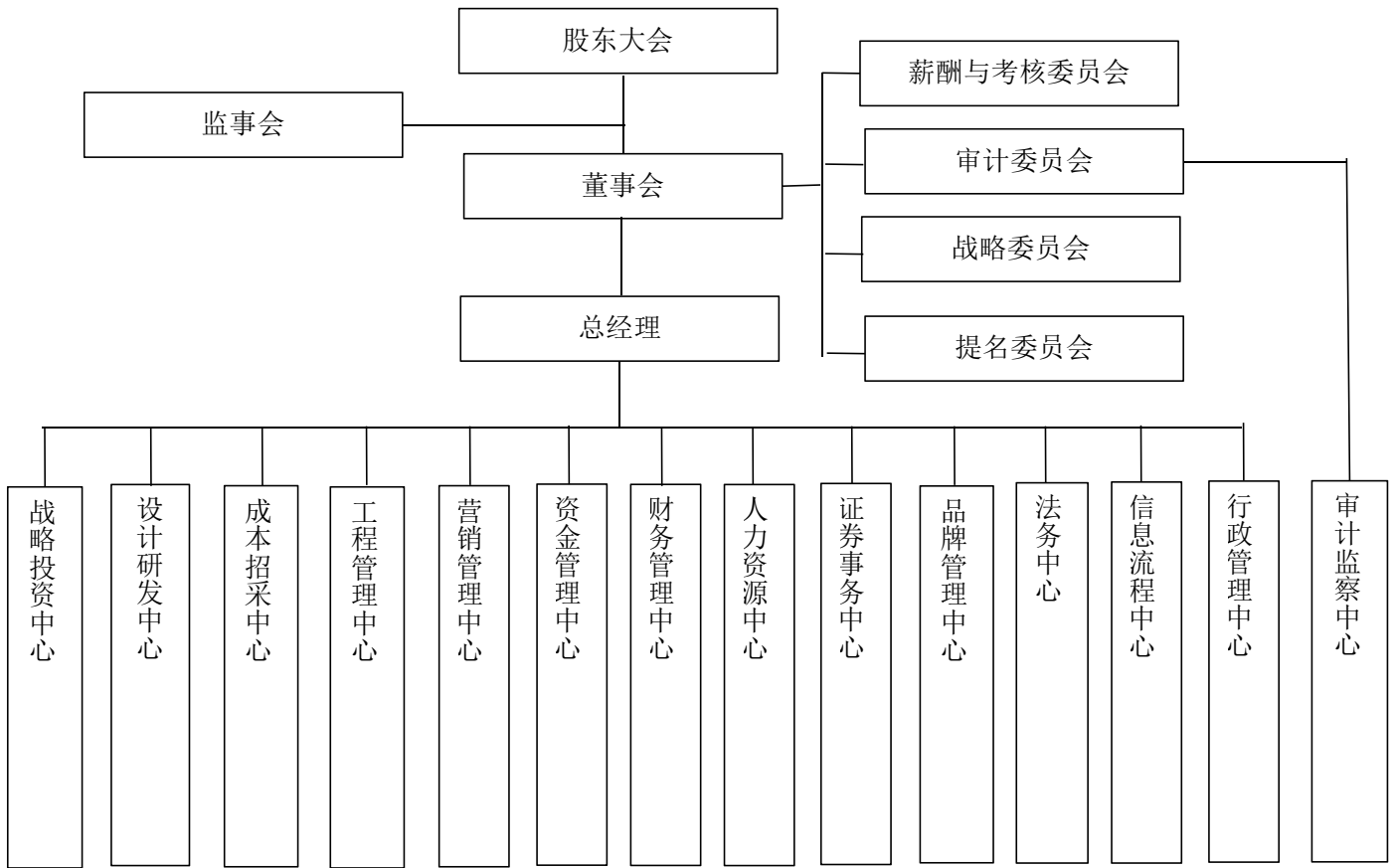
公司股份被质押比例极高且被完全冻结，目前正在筹划引入战略投资者，存在实际控制人变更风险；以关联方往来款为主的其他应收款有所增加且规模较大，对资金形成占压，资产受限比例高，对资产流动性及再融资形成不利影响；公司全部债务规模仍较大且短期债务占比提升，存在大额到期未偿付款项，已发生多笔信用债违约事件，债务偿付能力弱，流动性极为紧张。综合考虑，东方金诚维持泰禾集团主体信用等级为 C，并维持“16 泰禾 02”、“16 泰禾 03”信用等级为 C。



附件一：截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年 3 月末公司组织结构图



### 附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	2064.21	2431.36	2243.09	2234.25
所有者权益 (亿元)	251.19	318.89	337.54	333.79
负债总额 (亿元)	1813.02	2112.47	1905.55	1900.46
短期债务 (亿元)	433.91	580.36	559.31	679.08
长期债务 (亿元)	970.90	839.18	415.05	292.32
全部债务 (亿元)	1404.81	1419.54	974.36	971.40
营业收入 (亿元)	243.31	309.85	236.21	4.80
利润总额 (亿元)	29.93	50.76	0.51	-6.76
净利润 (亿元)	23.33	39.11	7.28	-5.39
EBITDA (亿元)	39.06	59.96	12.62	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-125.53	139.31	236.15	-29.31
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-313.23	-122.83	145.23	-2.63
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	484.66	-34.10	-383.15	-37.63
毛利率 (%)	27.63	30.36	16.16	32.85
营业利润率 (%)	21.25	24.86	12.96	26.21
销售净利率 (%)	9.59	12.62	3.08	-112.44
总资本收益率 (%)	1.89	2.71	1.34	-
净资产收益率 (%)	9.29	12.26	2.16	-
总资产收益率 (%)	1.13	1.61	0.32	-
资产负债率 (%)	87.83	86.88	84.95	85.06
长期债务资本化比率 (%)	79.45	72.46	55.15	46.69
全部债务资本化比率 (%)	84.83	81.66	74.27	74.43
货币资金/短期债务 (%)	38.22	25.67	23.59	8.18
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-31.23	1.16	39.14	-
流动比率 (%)	203.16	159.00	120.34	111.12
速动比率 (%)	41.25	24.42	19.97	16.19
经营现金流动负债比 (%)	-14.44	10.80	16.13	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.46	0.46	0.09	-
全部债务/EBITDA (倍)	35.96	23.68	77.18	-
应收账款周转率 (次)	-	25.10	17.78	-
销售债权周转率 (次)	-	25.10	17.75	-
存货周转率 (次)	-	0.14	0.12	-
总资产周转率 (次)	-	0.14	0.10	-
现金收入比 (%)	133.17	148.57	186.61	584.44

## 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务  
 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  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
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，有较高违约风险
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

注：除 AAA 级和 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“泰禾集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”的存续期内密切关注泰禾集团股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在泰禾集团股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向泰禾集团股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，泰禾集团股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如泰禾集团股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2020年8月12日



## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。