



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]G148-F1号

## 融信（福建）投资集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“融信（福建）投资集团有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一九年六月十三日

## 融信（福建）投资集团有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	融信（福建）投资集团有限公司
<b>申请规模</b>	发行规模为不超过人民币40亿元（含40亿元）
<b>债券期限</b>	本期债券分为两个品种。品种一为4年期，附第2年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权；品种二为5年期，附第3年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权
<b>债券利率</b>	本期债券票面利率将根据簿记建档结果确定。本期债券票面利率在存续期内固定不变；本期债券品种一票面利率在存续期内前2年固定不变；在存续期的第2年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前2年票面利率加发行人上调的基点（或减发行人下调的基点），在债券存续期后2年固定不变。品种二的票面利率在存续期内前3年固定不变；在存续期的第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前3年票面利率加发行人上调的基点（或减发行人下调的基点），在债券存续期后2年固定不变
<b>偿还方式</b>	本期债券采用单利按年计息，不计复利。最后一期利息随本金的兑付一起支付
<b>募集资金用途</b>	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还已发行的公司债券

### 概况数据

融信集团	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	259.17	351.27	398.68
总资产（亿元）	962.42	1,637.50	1,941.17
总债务（亿元）	385.62	634.29	541.69
营业总收入（亿元）	110.51	300.87	343.67
营业毛利率（%）	24.81	20.22	23.94
EBITDA（亿元）	20.88	47.87	1.27
所有者权益收益率（%）	6.18	9.69	11.30
资产负债率（%）	73.07	78.55	79.46
净负债率（%）	97.33	122.42	74.11
总债务/EBITDA（X）	18.47	13.25	8.84
EBITDA 利息倍数（X）	0.93	1.20	1.19

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“融信（福建）投资集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体融信（福建）投资集团有限公司（以下简称“融信集团”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了融信集团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。中诚信证评肯定了融信集团明显的区域竞争优势，优质、充足且分散的土地储备，销售业绩大幅增长以及较为充足的流动性来源等因素对公司信用水平的支持。同时，中诚信证评也关注到房地产市场政策风险、资本支出压力等因素可能对公司信用质量产生的影响。

### 正面

- 明显的区域竞争优势。自 2003 年开展房地产开发业务以来，公司即立足于福州、漳州和厦门等城市，目前已在海峡西岸经济区取得了领先的市场地位。同时，近年来公司以其积累的经验不断加深包括杭州、上海等城市的布局，其在长三角区域亦具备了较强的区域竞争实力。
- 优质、充足且具有成本优势的土地储备。近年来公司持续在上海、杭州、福州等地进行土地储备，且通过并购使其布局拓展至中西部城市。截至 2018 年末，公司拥有的土地储备总建筑面积约 2,541.66 万平方米，分布于全国 35 个城市，较为充裕的项目资源储备及相对较低的土地成本为公司未来发展提供了有力的保障。
- 销售业绩快速增长。近年来公司签约销售金额及销售面积均持续增长，近三年年均复合增长率分别为 62.69% 和 46.31%。此外，截至 2018 年末公司预收账款为 642.18 亿元，签约销售金

## 分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn



关欣 xguan@ccxr.com.cn



Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月13日

额的持续增长及较为丰富的待结算资源为公司业绩增长形成了支撑。

- 较为充足的流动性来源。销售收入持续增长使公司具备较为充足的内在流动性来源，同时，作为境外上市公司的境内子公司，公司与银行等金融机构保持了良好的关系，且具有一定直接融资途径，外部流动性补充渠道较为顺畅。

## 关注

- 房地产市场政策风险。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，近期房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，房地产政策的变化将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 较大规模的在建面积使公司面临资本支出压力。随着优质土地资源的获取，加之储备项目的陆续开工建设以及在在建项目未来投资的推进，公司或将面临资本支出压力。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 发行主体概况

融信（福建）投资集团有限公司（以下简称“融信集团”或“公司”）前身为福建融信房地产开发有限公司，系由自然人欧宗洪和许丽香于 2003 年 9 月共同出资设立，初始注册资本 5,000 万元；公司于 2009 年 7 月更名为现用名；2014 年 12 月，公司由有限责任公司变更为有限责任公司（法人独资）。公司自成立以来经数次股权变更及增资，截至 2018 年 12 月 31 日，公司注册资本为 40.25 亿元，由福州羿恒投资有限公司全资控股，实际控制人欧宗洪通过欧氏家族信托对公司进行实际控制。

公司系融信中国控股有限公司（以下简称“融信中国”或“公司”）（03301.HK）境内房地产业务开发运作平台，主要从事中高端住宅物业的开发，开发业态包括住宅、办公楼宇、零售商铺及其他商业物业等。公司近年来逐步落实全国化战略布局，通过深耕海峡西岸城市群为积累的开发经验及品牌效应，对长三角重点城市加深布局，并通过对安徽海亮房地产有限公司（以下简称“安徽海亮”）和宁波海亮房地产投资有限公司（以下简称“宁波海亮”）（安徽海亮及宁波海亮合称“海亮地产”）的并购实现对中西部三四线城市的全国化布局。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,941.17 亿元，所有者权益合计 398.68 亿元（含少数股东权益，下同），资产负债率为 79.46%。2018 年，公司实现营业收入 343.67 亿元，取得净利润 45.06 亿元，经营活动现金净流量为 144.13 亿元。

## 本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	融信（福建）投资集团有限公司
债券名称	融信（福建）投资集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）
发行规模	不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种。品种一为 4 年期，附第 2 年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权
债券利率	本期债券票面利率将根据簿记建档结果确定。本期债券票面利率在存续期内固定不变；本期债券品种一票面利率在存续期内前 2 年固定不变；在存续期的第 2 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 2 年票面利率加发行人上调的基点（或减发行人下调的基点），在债券存续期后 2 年固定不变。品种二的票面利率在存续期内前 3 年固定不变；在存续期的第 3 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加发行人上调的基点（或减发行人下调的基点），在债券存续期后 2 年固定不变
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还已发行的公司债券

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

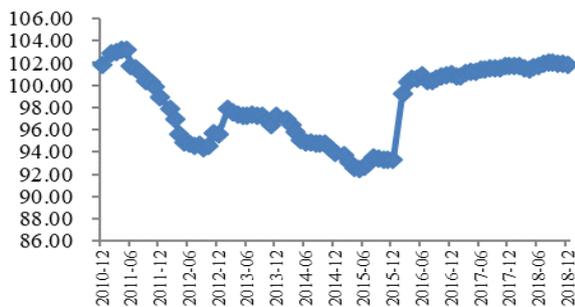
## 行业分析

### 房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010 年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，

上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入 2018 年，各线城市调控政策持续高压，1~4 月国房景气度持续回落，但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9 月期间国房景气度有所回升，9 月份上涨至 102.01 点。9~12 月，国房景气指数小幅回落，12 月为 101.85 点，比 9 月份下降 0.16 点。

图 1：2011~2018 年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2018 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016 年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿

元，同比增长 7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年全国房地产开发投资较上年同期增长 9.53% 至 120,264 亿元，增速较上年同期上升 2.49 个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018 年房地产开发企业到位资金分别为 144,214 亿元、156,053 亿元和 165,963 亿元，年均复合增长率 7.3%；同期增速分别为 15.2%、8.2% 和 6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为 49,133 亿元、50,872 亿元和 55,831 亿元，占比分别为 34.1%、32.6% 和 33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018 年房企资金来源中定金及预收款规模为 41,952 亿元、48,694 亿元和 55,418 亿元，占比从 2016 年的 29.1% 上升至 2018 年的 33.4%；同期国内贷款分别为 21,512 亿元、25,242 亿元和 24,005 亿元，个人按揭贷款分别为 24,403 亿元、23,906 亿元和 23,706 亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018 年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降 4.9% 和 0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。

表 2：2016~2018 年房地产开发投资资金来源

指标	单位：亿元、%		
	2016	2017	2018
<b>资金来源合计</b>	144,214	156,053	165,963
同比增长	15.2	8.2	6.4
其中：			
<b>自筹资金</b>	49,133	50,872	55,831
占比	34.1	32.6	33.6
同比增长	0.2	3.5	9.7
<b>国内贷款</b>	21,512	25,242	24,005
占比	14.9	16.2	14.5
同比增长	6.4	17.3	-4.9
<b>利用外资</b>	140	168	108
占比	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8
<b>定金及预收款</b>	41,952	48,694	55,418
占比	29.1	31.2	33.4
同比增长	29.0	16.1	13.8

个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706
占比	16.9	15.3	14.3
同比增长	46.5	-2.0	-0.8

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增长态势。具体来看，2016年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米，同比上升8.1%。2017年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米，增速较上年回落1.1个百分点至7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为9,246万平方米，同比下降3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018年商品房新开工面积完成209,342万平方米，同比增长17.2%，增速比2017年提高10.2个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长307.6%至37,688万平方米。

图3：2010~2018年商品房新开工与销售面积差额

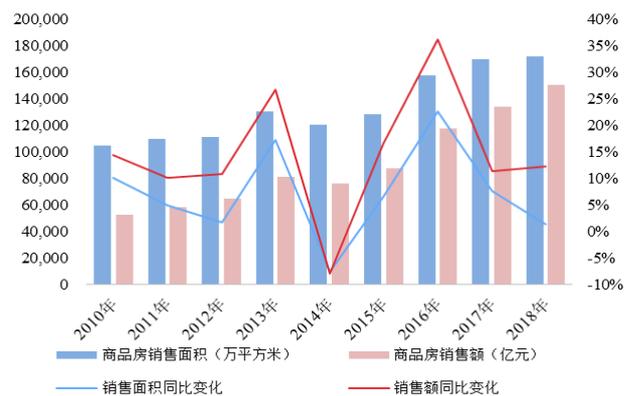


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售面积分别为157,349万平方米和117,627亿元，分别同比增长22.5%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售面积分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售面积分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.7%和13.7%。2018年，全国商品房销售面

积和销售面积分别为171,654万平方米和149,973亿元，同比分别增长1.3%和12.2%，增速较上年同期分别下降6.4个百分点和1.47个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018年住宅销售面积同比增长2.2%，销售额同比增长14.7%；办公楼销售面积同比下降8.3%，销售额同比下降2.6%；商业营业用房销售面积同比下降6.8%，销售额同比增长0.7%。

图4：2010~2018年商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

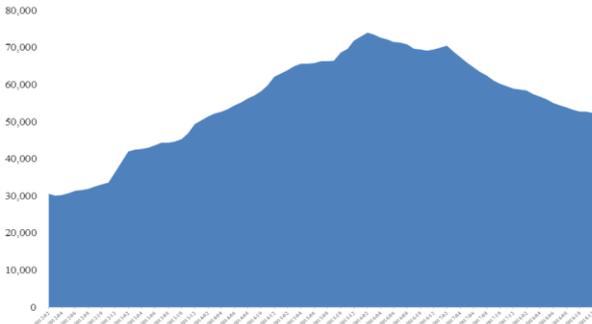
从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018年，东部地区商品房销售额79,258亿元，同比增长6.5%；中部地区商品房销售额33,848亿元，同比增长18.1%；西部地区商品房销售额31,127亿元，同比增长23.4%；东北地区商品房销售额5,740亿元，同比增长7.0%。2018年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。从价格来看，2018年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018年12月全国100个城市住宅成交均价达14,678元/平方米，较上年增长5.1%，增速较上年下降2.1个百分点。分城市能级来看，2018年12月，一线城市住宅均价达41,368元/平方米，较上年同期增长0.4%，增速同比下降1.0个百分点；二线城市住宅均价达13,582元/平方米，较上年同期增长7.1%，增速同比下降0.6个百分点；而三线城市住宅均价达9,061元/平方米，较上年同期增长8.7%，增速同比下降3.8个百分点<sup>1</sup>。受2016

<sup>1</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔

年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 5：2012~2018 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月；但考虑到 2018 年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

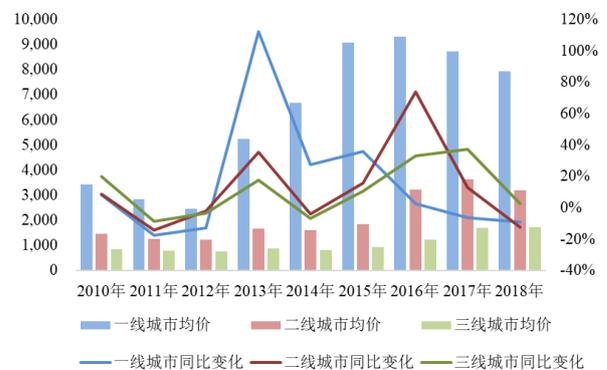
土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房

地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67% 至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。

图 6：2010~2018 年各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放

滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

缓，不同能级城市分化明显，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下滑。

## 行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿

州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等 12 个城市作为住房租赁首批试点。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年 3 月《政府工作报告》提出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，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年4月，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年12月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展

长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。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，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	中央经济工作会议	强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

## 行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

从内部流动性来源来看，2016 年，在相对宽松

的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016~2018 年，全国商品房销售金额为 117,627.05 亿元、133,701.31 亿元和 149,973.00 亿元，同比增速为 34.77%、13.67%和 12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为 99,064.17 亿元、110,239.51 亿元和

126,393.00 亿元，同比增速为 36.13%、11.28% 和 14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速同比下降 25.51 个百分点；2018 年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 8.99%，增速同比下降 0.43 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018 年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为 3,354 亿元和 4,756 亿元，同比分别增长 19.84% 和 41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,025.96 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.67%，增速大幅下滑。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房

企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

**房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。**

房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升，房企规模分化格局持续加大。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP20 房企销售额占达到 37.50%，较上年提升 5.00 个百分点；TOP10 房企销售金额门槛超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

表 4：2016-2018 年国内房企销售额集中度

	2016	2017	2018
TOP3	8.88%	12.00%	12.60%
TOP10	18.35%	24.10%	26.90%
TOP20	24.73%	32.50%	37.50%
TOP50	34.59%	45.90%	55.10%
TOP100	43.92%	55.50%	66.70%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

## 竞争实力

### 明显的区域竞争实力

自 2003 年公司在福州市开展房地产开发以来，即立足于海峡西岸经济区城市，目前在海峡西岸经济区布局的城市包括福州、厦门和漳州三地。经过多年的发展，融信集团在福州区域开发的项目包括

融信·大卫城、融信·澜郡、融信·白宫、融信·后海、融信·双杭城、融信·上江城、世欧上江城、世欧澜山、世欧王庄、西海岸等；闽南区域包括融信·海上城、融信·观山海、融信·未来城、一品江山、融信·澜园等楼盘，其在福州市及福建省具备较强的开发能力，拥有领先的市场地位，加之 2016 年融信集团将原合营企业福州世欧房地产开发有限公司（以下简称“福州世欧”）纳入合并范围，新增项目均位于福州市较为优质地段，进一步巩固了其在福州市的领先市场地位。近年来，公司在福州市的销售金额均位列福州市房地产企业前三位，并在厦门及漳州等城市亦具有一定竞争优势。

凭借在福州等地的开发经验，公司亦逐步扩大在上海、杭州的开发规模，通过多个项目逐步打造市场口碑，并形成新的区域竞争优势，扩大公司在多个地区的影响力。近年来，通过在杭州的持续深耕，公司在杭州市累积了丰富的运作经验及明显的品牌知名度，其在杭州市场的销售排名亦处于较为领先的地位。

### 较为优质、充足且具有成本优势的土地储备

公司近年来通过深耕海峡西岸城市群，深化包括上海、杭州等城市在内的长三角布局，逐步拓展至中西部二三线城市以实现其全国化战略布局。公司主要开发以具有改善型住房需求的中等至中高收入家庭为对象的中高档住宅物业，因此在土地及项目储备的区位选择上以目标城市的优质地段为主。从区域选择来看，近年来公司以海峡西岸城市群为核心展业区域，持续丰富长三角地区包括上海、杭州两地项目储备，同时通过收购宁波海亮及安徽海亮部分股权<sup>2</sup>，亦加码中西部三四线城市布局，对整体布局形成补充，利于其分散单一城市房地产市场及政策风险，并加快资产周转速度。截至

2018 年末，公司已进入全国 35 个城市，土地储备建筑面积<sup>3</sup>2,541.66 万平方米，其中福州、杭州、郑州、南京、阜阳、漳州及上海等地对应建筑面积的占比分别为 19.00%、13.71%、8.58%、7.04%、7.01%、6.54% 和 4.87%。此外，截至 2018 年末，公司土地储备楼面均价约为 6,356 元/平方米。其相对优质、分散且具有成本优势的土地储备为公司未来经营业绩的保持与提升提供了有力支持。

### 业务运营

公司主要从事住宅物业开发，同时依托住宅项目拓展商业物业领域，涉及办公楼宇、零售商铺及其他商业业态。2016~2018 年公司营业收入分别为 110.51 亿元、300.87 亿元和 343.67 亿元，近三年年均复合增长率 76.35%；从收入构成来看，房地产销售是公司收入的主要来源。

<sup>2</sup> 2017 年 7 月 27 日，据融信中国公告披露，由融信集团下属子公司上海恺胤实业有限公司、上海融恩房地产开发有限公司以现金方式分别向宁波海亮及安徽海亮收购其各 55% 股权，支付对价分别为 22.64 亿元和 6.33 亿元。2017 年末，该收购事项完成，融信集团将宁波海亮及安徽海亮纳入合并范围。其中安徽海亮持有土地在建面积 107.05 万平方米，宁波海亮持有在建面积为 390.40 万平方米，均为商住项目。宁波海亮成立于 2017 年 6 月 16 日，原由海亮地产控股集团有限公司实际控制，下属涉及项目主要分布于苏州、合肥、郑州、西安、兰州等城市。

<sup>3</sup> 公司土地储备的口径为在建、拟建、竣工未结转部分。

表 5：2016~2018 年公司收入结构情况

单位：亿元

业务类型	2016		2017		2018	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发销售	110.50	99.99%	299.71	99.61%	342.59	99.69
其他收入	0.001	0.01%	1.16	0.39%	1.07	0.31
<b>合计</b>	<b>110.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>300.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>343.67</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 房地产开发与销售

2016~2018 年，公司房地产业务分别实现收入 110.50 亿元、299.71 亿元和 342.59 亿元，年均复合增长率为 76.08%，受益于其自身业务扩张及收并购事项，该业务板块收入实现快速增长。公司房地产开发业务聚焦于以福州为核心的海峡西岸经济区以及上海、杭州等长三角区域，2017 年公司通过并购宁波海亮及安徽海亮部分股权，逐步向全国化布局转型。经过多年房地产开发，公司构建了集中和标准化的运营模式，其住宅物业以主要包括高档及中档公寓及高档低密度物业，商业物业主要包括办公楼、零售商铺及酒店，与住宅物业综合或建于住宅物业周边。

表 6：2016~2018 年公司项目开竣工情况

单位：万平方米

指标	2016	2017	2018
新开工面积	297.08	660.01	531.40
竣工面积	198.79	281.04	245.68
期末在建面积	746.15	1,476.75	1,761.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，公司近年业务快速拓展，同时面对趋严的房地产市场政策环境，主动调整开竣工节奏。2016~2018 年，公司新开工面积分别为 297.08 万平方米、660.01 万平方米和 531.40 万平方米，近年来有所波动，同期竣工面积分别为 198.79 万平方米、281.04 万平方米和 245.68 万平方米；期末在建面积分别为 746.15 万平方米、1,476.75 万平方米和 1,761.80 万平方米。较大规模的在建面积为公司未来经营业绩的提升提供了较好保障，但同时资金投入需求较大，对公司资金平衡能力提出更高要求。

截至 2018 年末，公司在建面积为 1,761.80 万平方米，较上年末增长 19.30%。在建项目区域分

布方面，目前公司房地产开发区域主要集中在杭州、福州、郑州、南京和阜阳，2018 年末上述区域在建项目规划建筑面积占比分别为 17.86%、14.34%、8.51%、7.62%和 6.74%，业态以住宅为主，公司在建项目资源丰富且区域布局相对分散。

表 7：截至 2018 年末公司在建项目区域分布情况

单位：万平方米

区域	在建面积	占比
杭州	314.67	17.86%
福州	252.68	14.34%
郑州	150.00	8.51%
南京	134.28	7.62%
阜阳	118.72	6.74%
西安	98.97	5.62%
绍兴	79.87	4.53%
漳州	68.11	3.87%
上海	42.59	2.42%
银川	42.11	2.39%
苏州	40.40	2.29%
宁波	39.43	2.24%
六安	34.77	1.97%
重庆	31.89	1.81%
嘉兴	30.69	1.74%
蚌埠	29.28	1.66%
金华	24.81	1.41%
厦门	22.88	1.30%
衢州	21.31	1.21%
舟山	20.21	1.15%
龙岩	17.01	0.97%
铜陵	16.11	0.91%
镇江	14.55	0.83%
成都	14.4	0.82%
东台	13.28	0.75%
莆田	12.59	0.71%
天津	12.25	0.70%
蒙城	11.73	0.67%

赣州	11.69	0.66%
湖州	11.39	0.65%
广州	8.03	0.46%
兰州	7.64	0.43%
合肥	7.59	0.43%
西宁	5.9	0.33%
<b>总计</b>	<b>1,761.80</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 8：2016~2018 年公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

指标	2016	2017	2018
销售面积	262.38	449.40	562.41
销售金额	460.50	703.11	1,218.84
销售均价	17,551	15,646	21,672
结算面积	79.17	243.66	230.23
结算金额	110.50	299.71	342.59
结算均价	13,957	12,300	14,510

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目销售方面，近年来公司预售项目逐年增加，整体销售规模增长较快。2016~2018 年公司签

约销售面积分别为 262.38 万平方米、449.40 万平方米和 562.41 万平方米，年均复合增长率为 46.41%；同期签约销售金额分别为 460.50 亿元、703.11 亿元和 1,218.84 亿元，年均复合增长率为 62.69%；签约销售均价分别为 17,551 元/平方米、15,646 元/平方米和 21,672 元/平方米，公司销售项目主要集中在一二线城市，受益于此近年来销售均价波动增长；从区域分布来看，2017 年公司房地产销售面积及销售收入均来自福州、阜阳、杭州和上海，上述城市合计销售面积占比为 62.73%，合计销售金额占比为 73.90%。2018 年公司销售金额主要来自杭州、上海、福州、南京、西安、衢州、阜阳等地，上述区域分别实现签约销售金额 402.85 亿元、219.16 亿元、119.04 亿元、80.01 亿元、62.52 亿元、36.85 亿元和 31.83 亿元，占比分别为 33.05%、17.98%、9.77%、6.56%、5.13%、3.02% 和 2.61%。

表 9：2018 年公司房地产项目销售情况明细

单位：万平方米、亿元

城市	销售面积	面积占比	销售金额	金额占比
杭州	99.05	17.61%	402.85	33.05%
上海	54.16	9.63%	219.16	17.98%
福州	58.54	10.41%	119.04	9.77%
南京	22.76	4.05%	80.01	6.56%
西安	49.81	8.86%	62.52	5.13%
衢州	15.32	2.72%	36.85	3.02%
阜阳	42.41	7.54%	31.83	2.61%
漳州	19.7	3.50%	30.58	2.51%
金华	10.98	1.95%	26.95	2.21%
银川	30.64	5.45%	24.75	2.03%
六安	31.67	5.63%	23.46	1.93%
厦门	6.87	1.22%	21.46	1.76%
宁波	10.49	1.86%	18.47	1.52%
绍兴	18.44	3.28%	16.98	1.39%
赣州	16.78	2.98%	16.65	1.37%
苏州	6.92	1.23%	19.05	1.56%
蚌埠	14.64	2.60%	14.64	1.20%
郑州	10.51	1.87%	12.41	1.02%
龙岩	8.43	1.50%	8.35	0.69%
合肥	3.53	0.63%	5.63	0.46%
东台	4.16	0.74%	4.78	0.39%
西宁	5.36	0.95%	3.56	0.29%

嘉兴	3.36	0.60%	4.28	0.35%
莆田	1.75	0.31%	3.17	0.26%
宣城	5.15	0.91%	2.77	0.22%
兰州	3.3	0.59%	2.57	0.21%
铜陵	4.93	0.88%	2.46	0.20%
广州	0.61	0.11%	1.78	0.15%
蒙城	1.77	0.31%	1.35	0.11%
舟山	0.18	0.03%	0.33	0.03%
安吉	0.14	0.03%	0.13	0.01%
南通	0.01	0.00%	0	0.00%
<b>合计</b>	<b>562.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,218.84</b>	<b>100.00%</b>

注：上述区域分布中已将公司位于海宁、吴江、嵊州区域的数据分别计入嘉兴、苏州和绍兴

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，受公司持续的开发节奏及项目并购影响，近年来公司房地产业务结算面积及收入均保持增长。2016~2018年公司房地产结算面积分别为79.17万平方米、243.66万平方米和230.23万平方米；同期公司结算金额分别为110.50亿元、299.71亿元和342.59亿元。具体从结转区域来看，2018年公司结转收入主要集中在杭州、福州、苏州、上海和阜阳等地，上述区域对应结算金额分别为133.31亿元、47.05亿元、46.83亿元、29.12亿元和26.37亿元，合计占当期结算金额的82.51%，受益于此当期结算均价为14,510元/平方米。

土地储备方面，近年来公司逐步形成了全国八大城市群布局，即海峡西岸城市群、长三角城市群、粤港澳大湾区、京津冀、中原、成渝、西北和华东区域；2017年公司通过并购海亮地产增加了对中西部城市的区域布局。

表 10：2016~2018 年公司新增土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元

指标	2016	2017	2018
新拓展项目	21	78	24
新增土地储备	527.12	1,481.53	477.51
新增土地金额	484.46	715.24	190.69
期末土地储备面积	1,057.75	2,314.60	2,541.66

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从获取节奏来看，公司结合自身发展需要调节土地获取节奏，2016~2018年公司调整土地获取力度，分别获取土地项目个数为21个、78个和24个，对应新增土地面积分别为527.12万平方米、1,481.53万平方米和477.51万平方米，其中2017

年受益于公司并购海亮地产当期新增土地规模较大并使其项目储备得到了快速扩充，2018年公司放缓土地获取力度。具体来看，2016年，公司共新增21块地块，新增土地楼面均价约为7,839元/平方米；当期新增土地主要位于杭州、福州和上海，对应新增土地面积分别为125.48万平方米、51.13万平方米和12.83万平方米，上述区域合计占比为89.37%。2017年，公司共获取土地78块，新增土地楼面均价为4,827元/平方米，公司权益占比为50.34%，新增土地主要位于上海、杭州、厦门、福州等地。2018年，公司新获取土地24幅，新增土地楼面均价为3,993元/平方米，主要位于郑州、杭州、青岛、福州和嘉兴等地，上述区域对应新增土地面积分别为111.32万平方米、58.78万平方米、42.23万平方米、34.28万平方米和30.69万平方米，上述区域新增土地面积合计占比为58.07%。

截至2018年末，公司全口径土地储备总建筑面积为2,541.66万平方米。截至2018年末公司全口径下土地储备分布于35个城市，其中福州、杭州、郑州、南京、阜阳、漳州及上海等地对应建筑面积的占比分别为19.00%、13.71%、8.58%、7.04%、7.01%、6.54%和4.87%，整体区域布局较好。此外，截至2018年末，公司土地储备楼面均价约为6,356元/平方米。

表 11: 2018 年末公司土地储备分布情况

单位: 万平方米

城市	土储建筑面积	占比
福州	482.84	19.00%
杭州	348.45	13.71%
郑州	218.11	8.58%
南京	179.02	7.04%
阜阳	178.23	7.01%
漳州	166.33	6.54%
上海	123.81	4.87%
银川	92.37	3.63%
西安	89.34	3.52%
绍兴	80.40	3.16%
兰州	48.91	1.92%
嘉兴	44.74	1.76%
青岛	42.23	1.66%
苏州	41.94	1.65%
宁波	38.88	1.53%
蚌埠	38.13	1.50%
六安	34.77	1.37%
重庆	33.04	1.30%
天津	26.29	1.03%
金华	24.23	0.95%
厦门	22.82	0.90%
衢州	21.16	0.83%
蒙城	17.80	0.70%
舟山	17.75	0.70%
龙岩	16.82	0.66%
赣州	16.02	0.63%
铜陵	15.83	0.62%
成都	14.37	0.57%
镇江	14.34	0.56%
东台	12.99	0.51%
莆田	12.41	0.49%
湖州	11.20	0.44%
广州	7.62	0.30%
合肥	7.13	0.28%
南通	1.34	0.05%
<b>总计</b>	<b>2,541.66</b>	<b>100.00%</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 近年公司根据自身发展需要调整项目储备节奏, 在增持一二线城市的优质土地资源以巩固自身的同时, 亦通过补充三四线城市布局来增加储备优势并加强风险分散能力, 形成了相对优质的土地储备及较合理的区域布局, 为其未来经营业绩的保持与提升提供了有力支持。

## 酒店及自持物业

酒店方面, 公司的酒店运营模式系与知名酒店管理公司合作, 双方共同完成酒店的设计与建造, 竣工后则委托酒店管理公司入驻运营。目前公司已投入运营的酒店为福州凯悦酒店及厦门洲际华邑酒店, 上述酒店均按照《旅游饭店星级的划分与评定》的五星级标准开发。

福州凯悦酒店于 2016 年 12 月投入运营, 2017 年该酒店实现收入 0.49 亿元。厦门洲际华邑酒店于 2018 年 5 月开业, 随该酒店投入使用, 可对公司营业收入可形成一定补充。

自持性物业方面, 目前公司持有的投资性物业包括世欧广场项目和融信绿地国际一期 (D 地块) 项目。世欧广场系公司合并福州世欧拥有的购物商场项目, 项目总建筑面积 22.15 万平方米, 可供出租面积为 9.73 万平方米, 于 2014 年末正式投入运营。2016~2018 年世欧广场商铺出租率 (已签正式租约) 分别为 97%、99% 和 97%; 租金收入方面, 2016~2018 年世欧广场实现租金收入分别为 1.05 亿元、1.00 亿元和 1.00 亿元。此外, 融信绿地国际一期 (D 地块) 项目为 2017 年 8 月正式投入运营的自持物业, 可出租面积为 2.64 万平方米, 2017 年出租率为 100%, 2017 年 8~12 月实现租金收入 163.84 万元。2018 年融信绿地国际一期 (D 地块) 项目出租率为 100%, 实现租金收入 0.12 亿元。

表 12: 截至 2018 年末公司自持物业情况

单位: 万平方米、亿元

项目名称	区位	开业时间	业态	可出租面积	租金收入			出租率		
					2016	2017	2018	2016	2017	2018
世欧广场	福州	2014.12	商场	9.73	1.05	1.00	1.00	97%	99%	97%
融信绿地国际一期 (D 地块)	上海	2017.8	办公楼	2.64	-	0.016	0.12	-	100%	100%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体而言, 近年来公司根据自身发展需要调节

扩张速度, 其通过在福州、杭州、上海等城市的持

续深耕，在核心城市建立了很强的区域品牌效应及竞争优势。与此同时，公司亦增加了中西部三四线城市布局，整体区域布局集中程度有所降低，利于其风险分散及整体周转速度的提升，较为充足的土地储备为公司未来经营业绩的保持与提升提供支撑。但考虑到公司在建项目规模较大，需关注其面临的资本支出压力。

## 公司治理

### 治理结构

按照《公司法》的要求，公司已经建立了较为完善的公司法人治理结构，并制定了《公司章程》及相关细则以明确决策、执行、监督等职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。

公司设有董事会，董事会成员 3 人，任期三年，其中董事长 1 人，董事 2 人；董事会负责制定公司经营计划、投资和利润分配方式等重大事项。公司不设监事会，另设监事 1 人，由股东委派，任期三年；监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。董事会和监事分别按其职能划分行使决策权、执行权和监督权。公司的日常经营和管理由首席财务官和副总裁组成的高级管理团队负责。

总的来看，公司治理结构较为完备，符合法律要求，公司整体运作较为规范，能够保障其正常运营。

### 内部管控

以《公司章程》为基础，公司明确规定董事会及经营管理层的职能和权限，并设立了法务管理中心、品牌营销中心、投资发展中心、成本管理中心、总裁办、财务资金中心、运营管理中心、设计研发中心等业务职能部门。公司下属各个部门职能划分明确，管理制度较完善，日常运营情况良好。

财务管理方面，作为公司全面预算管理的重要组成部分，财务资金中心负责公司本部的财务预算、筹资预算的编制及控股企业财务预算的审核管理，经由预算管理领导小组审议通过后报董事局审批。公司对下属子公司的费用实行集中的方式进行管理，子公司的所有重大财务决策由公司统一管理，资金

使用由公司统一安排管理。

投资管理方面，投资发展中心负责公司投资管理业务的执行，通过投资项目调研、立项及预算管理，审计及资产评估、项目研究论证、专家评审、投资审核及决策、项目论证等一系列严密的程序，最大限度上降低投资失败的可能性。公司在选择投资项目时，重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算提高可行性分析的可靠度，确保投资项目及其取得过程安全、合法、高效。重大项目的投资由公司总部依据公司发展战略、年度投资计划，统筹资源配置进行投资，投资金额超过董事会授权的项目，需在提请董事会决议通过后方可实施。

人力资源管理方面，公司制订了规范的员工聘用、培训、辞退与辞职、薪酬、考核、奖惩、晋升等人力资源管理流程，各部门负责本部门员工的招聘、竞聘、培训等工作。公司实行与绩效考核挂钩的薪酬制度，年度绩效考核方式采取工作业绩和综合素质的双维考核，高级管理人员的绩效考核由公司董事局负责。

总的来看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

## 战略规划

从未来发展方针来看，公司计划在保持财务稳定性的同时，扩大在现有市场的业务，并策略性地进军至其他一、二线城市，以寻求业务发展与财务管理间的平衡。

从主营业务的发展来看，基于过往的开发经营及区域品牌效应，公司在涉足多元业态的同时仍将侧重于住宅项目，并坚持选择目标城市的优质地段作为项目储备，从而降低市场风险对业务的冲击。从开发区域来看，公司计划深耕海峡西岸经济区，同时在上海及杭州有选择性的收购更多的优质土地，以便获得规模经济效益；未来公司在土地获取方面将继续瞄准于各大城市中的黄金地段，倾向选择商业区内或其他的优质地段作为业务开发的重点。

经营管理方面，公司将持续完善经营效率以及加速资产周转情况。通过强化及完善标准化的物业开发程序以加强项目管理及执行能力，公司在日常标准化项目开发程序的基础上，引入了 ERP 系统对公司的业务流程进行有效管理。同时，随着展业区域的扩大，公司还将针对性地打造各地区的地标产品，以扩大品牌的影响力。未来，公司将深化信息化运营水平，提升公司的项目管理能力及项目执行能力，持续完善日常业务运营，进一步加速公司的资产周转、提升经营效率。

产品发展方面，住宅物业作为公司的核心产品，一直以来都是公司业务开发的侧重点。未来公司计划在保持产品多元化的同时，继续侧重于开发住宅物业，利用现有资源，满足目标客户的需要，持续提升公司的品牌效应，以促进公司的可持续增长。

土地收购方面，公司将继续保持稳健的土地收购策略，在综合考虑项目所在地区未来房地产及经济趋势的基础上，对项目的预期回报进行深入研究和仔细分析，谨慎地选取预期回报率较高的土地作为收购目标，以维护财务稳定为第一原则。

从财务管理来看，公司主要从控制负债水平、提升效率及持续盈利等方面着手。负债控制方面，公司将根据净负债率等指标监管自身资产负债结构，并实时监控流动性及偿债需求，避免出现流动性风险；同时，积极寻求合作伙伴以拓宽项目开发方式，以减轻业务拓展过程中的资本支出压力。营销及收益方面，公司将继续强化销售及回款，严控各项成本及费用支出，努力提升现金总额和利润率；同时公司将以更审慎、务实的策略补充优质土地储备，优化项目区位布局，在稳健基础上关注盈利能力的持续提升，实现高质量的协调发展。此外，公司还将借助资本市场，提高旗下资产的市场价值，促进收入多元化，增强自身抗市场风险的能力。

总的来看，公司已经拥有了较为成熟的运营模式，并制定了清晰的战略规划，依托其自身运营能力以及多元化的合作，公司有望逐步落实上述规划。

## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告。

### 资本结构

近年公司业务快速扩张，受 2017 年公司合并范围新增影响，其资产及负债规模相应呈较快增长态势。2016~2018 年末公司总资产分别为 962.42 亿元、1,637.50 亿元和 1,941.17 亿元，年均复合增长率为 42.02%；同期负债总额分别为 703.25 亿元、1,286.22 亿元和 1,542.49 亿元，年均复合增长率为 48.10%。所有者权益方面，得益于公司未分配利润增加、成功发行永续债及少数股东权益的增长，其自有资本实力较快提升，2016~2018 年末公司所有者权益(含少数股东权益)合计分别为 259.17 亿元、351.27 亿元和 398.68 亿元，近三年年均复合增长率达 24.03%。

财务杠杆方面，2016~2018 年末公司资产负债率分别为 73.07%、78.55%和 79.46%，净负债率分别为 97.33%、122.42%和 74.11%，公司杠杆水平有所波动。若将永续债从所有者权益调整至有息债务中，2016~2018 年末公司资产负债率为 76.43%、80.22%和 79.93%；同期末净负债率为 125.45%、141.25%和 78.15%，其中 2018 年受益于公司减缓业务拓展力度及偿还部分债务其净负债率有所下降。

图 7：2016~2018 年公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产主要由流动资产构成，公司流动资产主要由货币资金、存货、其他应

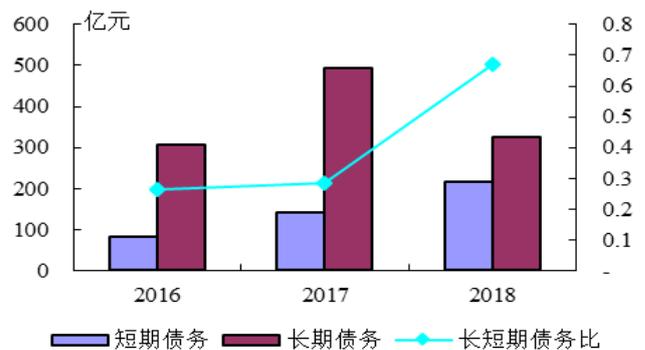
收款和预付账款构成。具体来看，2018 年末公司货币资金余额 246.23 亿元，较上年末增长 20.54%，主要由银行存款 223.65 亿元构成，2018 年末公司受限资金为 22.58 亿元，占货币资金的比例为 9.17%；受限货币资金中包括用于开发贷保证金 7.44 亿元、客户按揭贷款保证金 5.59 亿元、解押保证金 3.74 亿元、保函保证金 2.18 亿元和商业汇票保证金 1.09 亿元等。同期末存货账面价值为 1,240.39 亿元，其中开发产品和开发成本占比分别为 7.10%和 92.90%；其他应收款方面，2016~2018 年分别为 46.21 亿元、43.90 亿元和 83.94 亿元，截至 2018 年末其他应收款主要由 68.69 亿元拆借款、14.75 亿元押金及保证金构成，其中 2018 年公司其他应收款大幅增长 91.19%，主要系拆借款增长 169.93%所致，期末前五大应收对象包括郑州融信朗悦置业、浙江贝泽集团有限公司、杭州融浩置业有限公司、浙江万科南都房地产有限公司和海门中南世纪城开发有限公司，上述应收款项合计 48.05 亿元，占其他应收款 56.69%；预付账款方面，2016~2018 年末公司预付账款为 290.04 亿元、146.10 亿元和 48.81 亿元，2018 年来随公司加快取得土地证及减缓拿地力度影响而大幅下降；2018 年末公司预付款项主要包括对太原市杏花岭区住房和城乡建设局 23.45 亿元预付款及对郑州中原常西湖新区建设开发有限公司 22.90 亿元预付款，账龄在 1 年以内的预付款占比为 87.65%。

非流动资产方面，主要由投资性房地产和长期股权投资构成。2016~2018 年末公司投资性房地产分别为 45.74 亿元、122.05 亿元和 137.64 亿元，2018 年末公司投资性房地产为用以出租的写字楼、会所、地下车位等，主要包括福州世欧广场、上海七宝项目、上海中兴路项目等，上述项目账面价值合计占比为 57.76%。2016~2018 年公司长期股权投资分别为 23.35 亿元、57.93 亿元和 72.79 亿元，近年来公司项目获取多以合作开发为主，故该科目保持增长态势。

从负债结构来看，公司负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款和有息债务构成。2016~2018 年末公司应付账款分别为 36.09 亿元、57.42 亿元和

96.84 亿元，全部系应付项目工程及材料款，近年来随公司业务规模扩大而快速增长；同期末预收账款余额分别为 209.66 亿元、414.17 亿元和 642.18 亿元，年均复合增长率为 75.01%，随着房地产开发项目扩大而快速增长。其他应付款方面，同期末分别为 32.78 亿元、98.93 亿元和 146.87 亿元，其中 2018 年末其他往来款为 126.97 亿元，主要为与子公司少数股东往来款构成。计息债务方面，2016~2018 年末公司总债务分别为 385.62 亿元、634.29 亿元和 541.69 亿元，近年来有所波动；同期长短期债务比分别为 0.26 倍、0.28 倍和 0.67 倍，近年来其债务期限结构有所弱化，但以长期债务为主的期限结构仍与其项目开发周期较为匹配。

图 8：2016~2018 年公司债务期限结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

所有者权益方面，公司所有者权益主要由实收资本及资本公积、未分配利润及少数股东权益构成。2018 年末公司所有者权益合计 398.68 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 181.01 亿元，少数股东权益为 217.67 亿元；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 18.49%，资本公积占 20.81%，未分配利润占 38.47%。

总体来看，近年受公司在核心业务区域及上海、杭州等长三角核心城市集中储备项目，及收购海亮地产影响，资产总额增长较快，同时随公司逐步调整业务拓展速度及偿还部分债务其财务杠杆水平波动下降。

### 流动性

随着业务规模的扩大，近年公司流动资产规模保持上升。2016~2018 年末公司流动资产分别为 872.61 亿元、1,431.95 亿元和 1,704.13 亿元，占当

期末总资产的比重分别为 90.67%、87.45% 和 87.79%。从流动资产结构看，公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2016~2018 年末公司货币资金和存货合计占各期末流动资产的比重分别为 59.64%、83.91% 和 92.16%。

**表 13：2016~2018 年末公司流动资产分析**

单位：%

项目	2016	2017	2018
流动资产/总资产	90.67	87.45	87.79
存货/流动资产	44.36	69.65	72.79
货币资金/流动资产	15.28	14.27	14.45
(存货+货币资金)/流动资产	59.64	83.91	92.16

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，近年来公司开发规模持续扩张及收购事项加速了公司存货规模增长。2016~2018 年末公司存货净额分别为 387.08 亿元、997.34 亿元和 1,240.39 亿元，年均复合增长率为 79.01%。从存货结构来看，公司存货包括开发产品和开发成本，2018 年末开发产品和开发成本占比分别为 7.10% 和 92.90%；公司开发产品主要系位于福州市的融汇温泉城、世欧王庄、杭师大项目、海亮国际社区、滨河壹号项目等；此外，2018 年末公司开发产品中合计账面价值为 31.64 亿元存货产品系早于 2016 年 12 月竣工，占期末开发产品账面价值的 35.93%，主要包括福州世欧王庄、福州温泉城、海量国际社区、滨河壹号等项目，应对公司部分产品去化情况保持关注。

**表 14：2016~2018 年末公司存货结构分析**

单位：亿元

项目	2016	2017	2018
存货	387.08	997.34	1,240.39
开发产品	75.73	104.18	88.06
开发产品/存货	19.56%	10.45%	7.10%
开发成本	311.35	893.03	1,152.33
开发成本/存货	80.44%	89.54%	92.90%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，2016~2018 年公司存货周转效率分别为 0.25 次、0.35 次和 0.23 次，近年来随公司项目拓展速度调整，同期存货周转速度有所波动；同期总资产周转率分别为 0.17 次、0.23 次和 0.19 次，其整体周转速度亦有所波动。

**表 15：2016~2018 年公司周转率相关指标**

项目	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.25	0.35	0.23
总资产周转率（次/年）	0.17	0.23	0.19

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016~2018 年公司经营性净现金流分别为-162.27 亿元、-98.86 亿元和 144.13 亿元，2016~2017 年公司通过加大土地获取力度以扩张业务规模使当期经营活动性现金流呈净流出状态，2018 年公司放缓项目拓展速度同时受益于良好的经营业绩带来的现金回流，当期经营活动净现金流大幅改善。同期，公司经营活动净现金流与短期债务的比分别为-2.01 倍、-0.68 倍和 0.66 倍，2018 年公司经营活动现金流对其短期债务保障程度有所改善。

货币资金方面，2016~2018 年末公司货币资金分别为 133.36 亿元、204.27 亿元和 246.23 亿元，受益于房地产销售回款增加及发行公司债券，公司货币保有量持续增长，年均复合增长率为 35.88%；同期货币资金/短期债务分别为 1.66 倍、1.45 倍和 1.13 倍，近年来受公司债务期限趋集中影响，货币资金对短期债务保障程度有所下降，但整体仍具备一定保障能力。

**表 16：2016~2018 年公司部分流动性指标**

单位：亿元、倍

项目	2016	2017	2018
货币资金	133.36	204.27	246.23
经营活动现金流净额	-162.27	-98.86	144.13
经营净现金流/短期债务	-2.01	-0.68	0.66
货币资金/短期债务	1.66	1.45	1.13

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末公司受限资产账面价值为 484.52 亿元，占当期资产总额的比重为 24.96%。公司受限资产主要为用于借款抵押担保的存货、投资性房地产和用于按揭保证金及商业汇票保证金的货币资金等，2018 年末公司受限的存货规模为 388.21 亿元，占当期存货总额的 31.30%；受限的投资性房地产为 37.83 亿元，占当期投资性房地产总额的 41.13%。

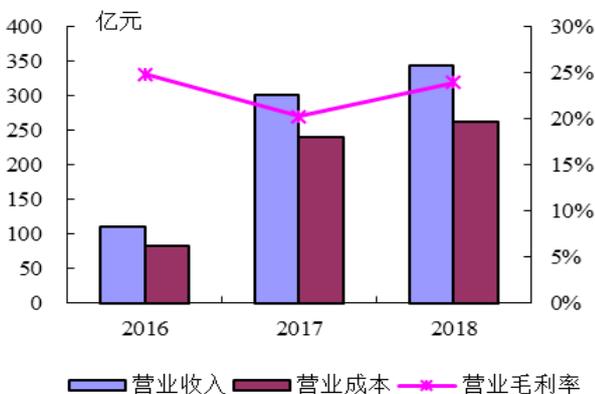
总体来看，近年来公司调整业务拓展速度，其资产及存货周转速度有所波动，同时受公司债务期

限趋集中影响，货币资金对短期债务保障能力有所下降，但受益于公司良好的销售业绩其经营活动净现金流及对短期债务保障能力有所改善。

### 盈利能力

近年来公司业务规模持续扩大，项目收入结转情况良好，营业收入保持快速增长。2016~2018年公司营业收入分别为110.51亿元、300.87亿元和343.67亿元，年均复合增长率为76.35%。毛利方面，2016~2018年公司综合毛利率分别为24.81%、20.22%和23.94%，近年来公司毛利水平有所波动，其中2017年毛利水平较低主要系公司于2016年及2017年公司陆续将福州世欧、融汇置业、安徽海亮及宁波海亮等公司纳入合并范围，但其存货以收购时点公允价值计量使得成本升高影响所致，2018年以来公司初始获利空间有所释放。此外，截至2018年末，公司预收款项为642.18亿元，较为丰富的已售待结算资源较好地保障了公司未来短期内的经营业绩。

图9：2016~2018年公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2016~2018年公司期间费用支出分别为7.13亿元、13.37亿元和19.03亿元，主要由销售费用和管理费用构成。其中，销售费用主要为广告宣传费、服务费等，近年逐年增长；管理费用包括员工薪酬、业务招待费、中介服务费及其他日常运营费用，近年亦有所增长。同期，公司期间费用占营业总收入的比重分别为6.45%、4.44%和5.54%，公司期间费用控制能力较强。

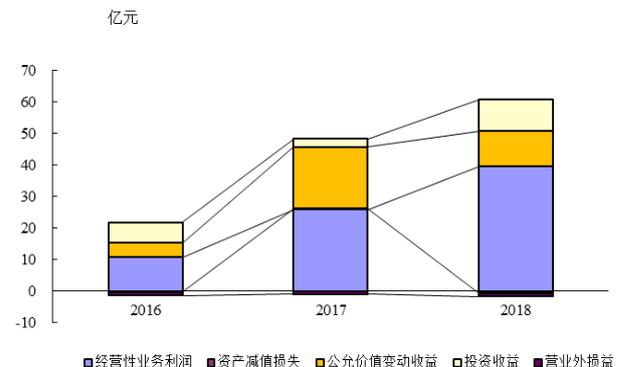
表17：2016~2018年公司三费分析

单位：亿元			
	2016	2017	2018
销售费用	4.76	8.22	10.13
管理费用	2.71	5.48	10.46
财务费用	-0.34	-0.33	-1.56
三费合计	7.13	13.37	19.03
营业总收入	110.51	300.87	343.67
三费收入占比	6.45%	4.44%	5.54%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动损益和投资收益构成。2016~2018年公司经营性业务利润分别为10.76亿元、25.93亿元和39.61亿元，得益于主营业务收入规模的持续扩大和良好的期间费用控制能力，近三年公司经营性业务利润整体保持上升；同期公允价值变动损益分别为4.60亿元、19.55亿元和11.22亿元，主要系按公允价值计量的投资性房地产。投资收益方面，同期分别为6.50亿元、2.54亿元和10.01亿元，其中按权益法核算的长期股权投资收益分别为6.51亿元、2.50亿元、9.72亿元。综上，2016~2018年公司实现利润总额分别为20.48亿元、47.01亿元和59.28亿元，扣除所得税后净利润分别为16.01亿元、34.03亿元和45.06亿元，同期所有者权益收益率分别为6.18%、9.69%和11.30%，近年来受益于公司增长的经营业绩，主要盈利指标表现较好，整体具备良好的盈利能力。

图10：2016~2018年公司利润总额构成情况



资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司开发规模持续扩大，其收入规模保持快速增长态势，同时受益于公司较好的期间费用控制能力，其相应经营性业务盈利能力较强，公司整体具备良好的盈利能力。

## 偿债能力

从债务规模来看，2016~2017 年公司业务处于快速扩张期，其债务规模保持增长，截至 2018 年末，受公司偿还部分债务影响有息债务规模下降至 541.69 亿元。从债务期限分布来看，截至 2018 年末，公司 1 年以内及 1~2 年内到期的债务规模分别为 217.46 亿元和 183.23 亿元，占总债务的 40.14% 及 33.83%；2~3 年内到期的债务规模为 83.59 亿元，占比为 15.43%；三年以上到期的债务规模为 57.41 亿元，占比为 10.60%，公司债务主要集中于未来两年内到期。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧及无形资产摊销构成。2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 20.88 亿元、47.87 亿元和 61.27 亿元，呈快速增长态势。从主要偿债能力指标表现来看，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 倍数分别为 18.47 倍、13.25 倍和 8.84 倍，EBITDA 利息倍数分别为 0.93 倍、1.20 倍和 1.19 倍，近年来公司当期经营所得对其利息支出覆盖能力整体有所改善。

表 18：2016~2018 年公司偿债能力分析

	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	80.57	140.58	217.46
总债务（亿元）	385.62	634.29	541.69
EBITDA（亿元）	20.88	47.87	61.27
资产负债率（%）	73.07	78.55	79.46
总资本化率（%）	59.81	64.36	57.60
经营净现金流/总债务（X）	-0.42	-0.15	0.27
总债务/EBITDA（X）	18.47	13.25	8.84
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.93	1.20	1.19

资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司综合授信额度为 1,224 亿元，其中尚有 651 亿元额度未使用，备用流动性较为充足。或有负债方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司担保余额为 42.27 亿元，全部系为关联公司借款提供的担保。

总体而言，公司近年业务规模发展较快，面临一定资本支出压力。但考虑到公司营业收入持续上升，经营性业务盈利能力较强，且具备相对充足的已售未结算资源，为公司经营业绩形成一定支持，

未来流动性来源可对债务本息偿还形成有力的保障。

## 结论

综上，中诚信证评评定融信（福建）投资集团有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定，评定“融信（福建）投资集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

## 关于融信（福建）投资集团有限公司 公开发行2019年公司债券（第一期）跟踪评级安排

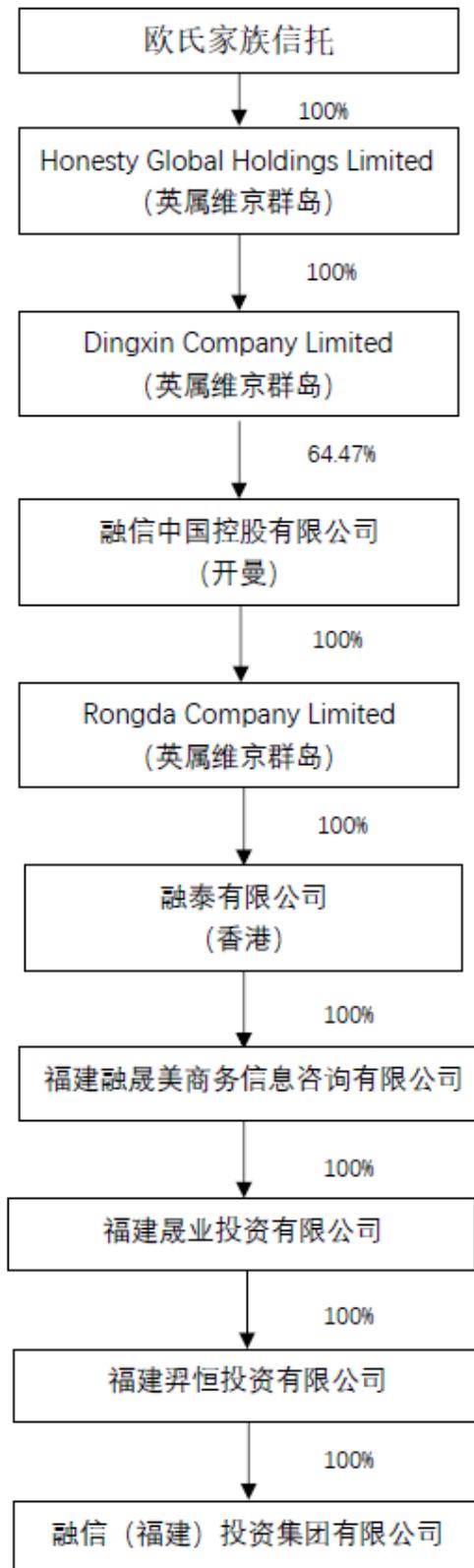
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

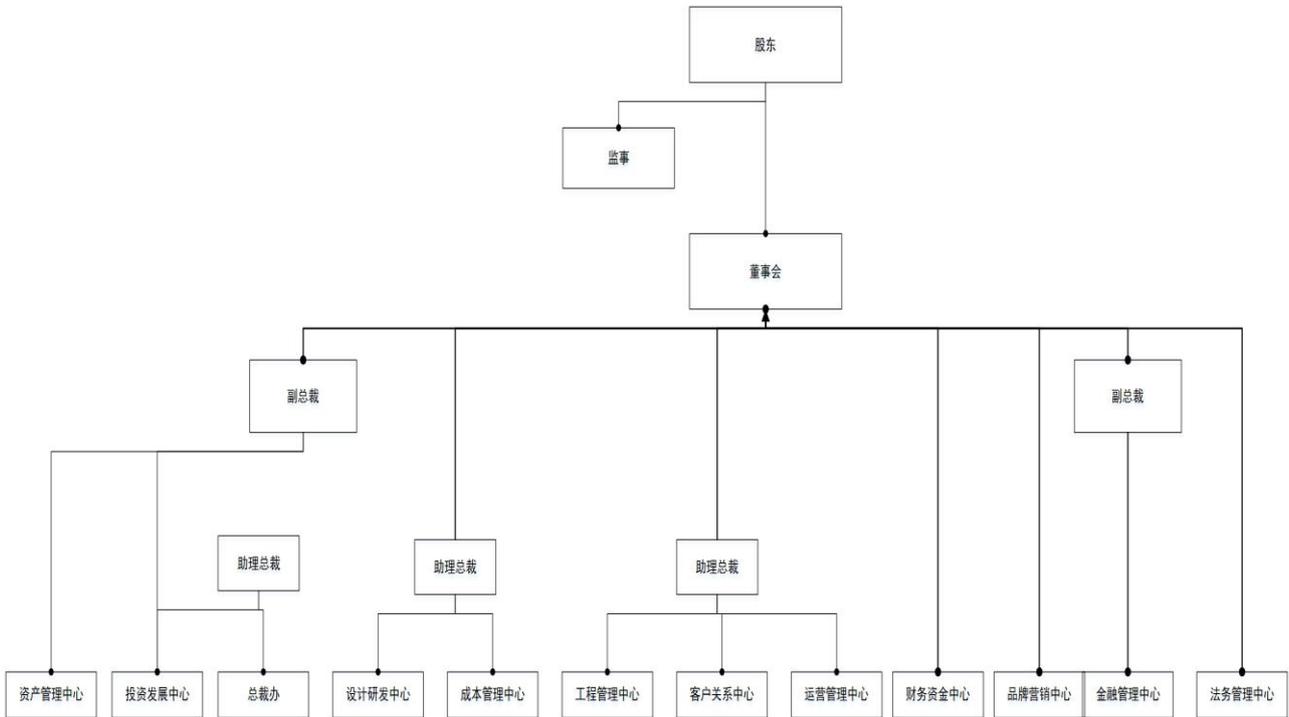
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：融信（福建）投资集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：融信（福建）投资集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



**附三：融信（福建）投资集团有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	1,333,628.03	2,042,677.07	2,462,319.27
应收账款净额	21,272.11	36,686.96	90,228.29
存货净额	3,870,811.61	9,973,426.54	12,403,941.94
流动资产	8,726,111.59	14,319,462.64	17,041,279.29
长期投资	235,852.75	583,503.50	732,139.93
固定资产合计	588,750.02	1,371,808.28	1,514,681.93
总资产	9,624,160.35	16,374,967.35	19,411,690.45
短期债务	805,741.14	1,405,825.26	2,174,567.43
长期债务	3,050,478.88	4,937,056.56	3,242,304.65
总债务（短期债务+长期债务）	3,856,220.02	6,342,881.82	5,416,872.09
总负债	7,032,458.80	12,862,244.21	15,424,896.51
所有者权益（含少数股东权益）	2,591,701.55	3,512,723.14	3,986,793.94
营业总收入	1,105,096.94	3,008,701.43	3,436,650.03
三费前利润	178,858.89	393,064.29	586,485.50
投资收益	65,012.16	25,414.67	100,077.50
净利润	160,130.18	340,298.09	450,600.34
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	208,767.32	478,682.86	612,687.76
经营活动产生现金净流量	-1,622,650.03	-958,639.84	1,441,330.49
投资活动产生现金净流量	-149,031.00	-705,216.70	-454,700.80
筹资活动产生现金净流量	2,740,826.80	2,326,804.66	-656,924.28
现金及现金等价物净增加额	969,145.77	662,948.13	329,705.41
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	24.81	20.22	23.94
所有者权益收益率（%）	6.18	9.69	11.30
EBITDA/营业总收入（%）	18.89	15.91	17.83
速动比率（X）	1.27	0.57	0.39
经营活动净现金/总债务（X）	-0.42	-0.15	0.27
经营活动净现金/短期债务（X）	-2.01	-0.68	0.66
经营活动净现金/利息支出（X）	-7.25	-2.40	2.80
EBITDA 利息倍数（X）	0.93	1.20	1.19
总债务/EBITDA（X）	18.47	13.25	8.84
资产负债率（%）	73.07	78.55	79.46
总债务/总资本（%）	59.81	64.36	57.60
长期资本化比率（%）	54.07	58.43	44.85
净负债率（%）	97.33	122.42	74.11

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。