

跟踪评级公告

联合评字[2016]600 号

融创房地产集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对融创房地产集团有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

融创房地产集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

融创房地产集团有限公司发行的“15 融创 01”、“15 融创 02”和“15 融创 03”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

融创房地产集团有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+

上次评级结果: AA+

债项信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

债券简称	债券规模 (亿元)	债券期限 (年)	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 融创 01	25	3+2	AA+	AA+	2015 年 6 月 10 日
15 融创 02	25	5	AA+	AA+	2015 年 6 月 10 日
15 融创 03	10	3+2	AA+	AA+	2015 年 8 月 24 日

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 14 日

主要财务数据:

项 目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	755.70	902.35
所有者权益 (亿元)	168.22	253.80
长期债务 (亿元)	79.28	119.96
全部债务 (亿元)	143.97	174.43
营业收入 (亿元)	151.66	115.98
净利润 (亿元)	36.45	47.53
EBITDA (亿元)	47.94	61.86
经营性净现金流 (亿元)	180.02	59.38
营业利润率 (%)	17.86	15.62
净资产收益率 (%)	24.34	22.53
资产负债率 (%)	77.74	71.87
全部债务资本化比率 (%)	46.12	40.73
流动比率 (倍)	1.31	1.36
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.33	0.35
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.01	5.54
EBITDA 偿债倍数 (倍)	1.20	1.55
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.80	1.03

注: 1、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; 除特别说明外, 均指人民币; 2、本报告中数据如无特别说明均为合并口径; 3、EBITDA/代偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计代偿本金。

评级观点

跟踪期内, 融创房地产集团有限公司 (以下简称“公司”或“融创集团”) 受益于一线城市房地产市场景气度持续上行影响, 公司以合作方式开发的项目持续增加, 开发成本下降, 项目收益持续增长, 主营业务盈利能力较强; 2015 年公司通过增资充实了资本金。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前, 公司资产质量良好、土地储备、项目储备较为丰富, 在建项目地理位置优越, 随着在建项目的逐步结转, 公司盈利能力有望持续增强, 公司整体信用状况有望保持良好。

综上, 联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”, 评级展望维持“稳定”, 维持“15 融创 01”、“15 融创 02”和“15 融创 03”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分, 并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用, 未来房地产行业将会继续稳健发展。

2. 公司聚焦并深耕的核心区域 (京、津、沪、渝、杭) 经济发展水平较高、经济活力较好、人口汇聚能力强, 未来仍会有良好的提升预期, 公司将直接受益于上述区域的经济展。

3. 公司在一、二线城市的土地获取能力较强, 土地素质较好, 土地储备充足, 项目具有较好的盈利空间和较强的变现能力。

4. “融创”房地产品牌在国内具有较高的知名度, 公司具有多年的房地产开发经验,

在京、津、沪、渝、杭等城市成功操作了诸多高端房地产项目，树立了行业内的高端品牌形象，公司整体经营稳健，业绩持续增长。

5. 融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”）为公司控股股东。融创中国资产规模较大，近年在所深耕的一、二线城市具有充足的土地储备，进一步巩固了公司在一、二线城市的优势地位，为公司未来发展提供了充足的土地储备。

关注

1. 目前国内房地产市场受宏观经济政策及行业政策的影响较大，宏观经济增速放缓，行业发展备受关注，行业竞争日趋加剧。

2. 公司对外投资规模较大，以合作方式开发的项目在逐渐增多，投资收益波动对盈利水平有一定影响。

3. 公司存在一定的去库存压力，可能对未来现金流产生一定影响。

4. 公司对关联方担保金额较大，如被担保方出现违约，公司将承担连带责任。

分析师

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

李 晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

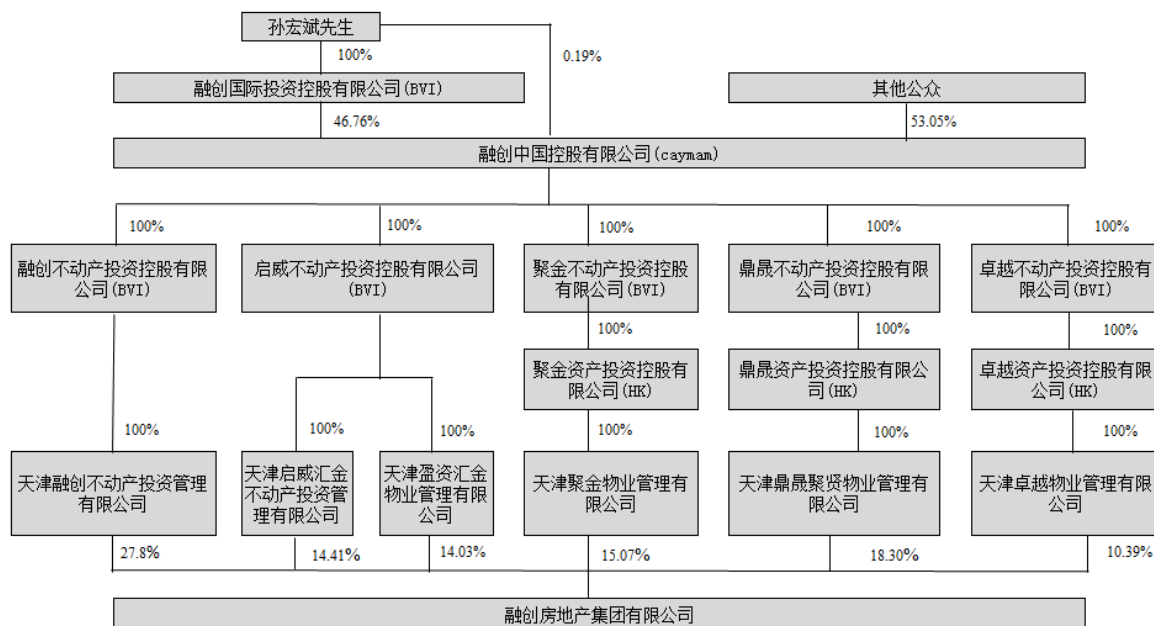
融创房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“融创集团”），原名为天津融创置地有限公司，由天津顺驰发展有限公司与天津市政投资有限公司共同投资设立，于 2003 年 1 月 31 日经天津市工商行政管理局西青分局批准成立。公司初始注册资本人民币 20,000.00 万元，其中，天津顺驰发展有限公司和天津市政投资有限公司分别持有公司 50% 的股权。

公司经历数次增资及股权变更，截至 2007 年 12 月 26 日，公司注册资本增加至 90,000.00 万元。其中，天津融创不动产投资管理有限公司出资 25,018.00 万元，持股比例 27.80%，天津启威汇金不动产投资管理有限公司出资 12,966.00 万元，持股比例为 14.41%；天津盈资汇金物业管理有限公司出资 12,626.00 万元，持股比例 14.03%；天津鼎晟聚贤物业管理有限公司出资 16,475.00 万元，持股比例为 18.30%；天津聚金物业管理有限公司出资 13,565.00 万元，持股比例为 15.07%；天津卓越物业管理有限公司出资 9,350.00 万元持股比例为 10.39%。

2015 年 10 月 8 日，经公司股东会决议，公司更名为融创房地产集团有限公司，并将注册资本申请增加至 100 亿元。2015 年 10 月 12 日，公司完成增加注册资本变更登记；2015 年 10 月 23 日，天津市西青区市场和和质量监督管理局核发了营业执照，完成公司名称变更登记。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司注册资本为 100 亿元，实收资本为 70 亿元，股东持股比例未有变化，公司实际控制人仍为孙宏斌先生。

图 1 截至 2015 年底公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司组织结构未发生重大变化。截至 2015 年底，公司本部下设投资发展部、产品中心、项目管理中心、营销中心、融资管理部、财务管理中心、成本管理部等 13 个职能部门（参见附件 1）；拥有 71 家子公司。截至 2015 年底，公司及全资和控股子公司拥有在册员工 3,722 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 902.35 亿元，负债合计 648.56 亿元，股东权益（含少数股东权益）253.80 亿元，其中归属于母公司权益合计 247.90 亿元。2015 年公司实现营业收入 115.98

亿元，净利润（含少数股东损益）47.53 亿元，其中归属于母公司净利润 44.45 亿元；2015 年公司经营活动现金流量净额为 59.38 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.91 亿元。

公司注册地址：天津市西青区经济开发区七支路 8 号 506、507 室；法定代表人：汪孟德。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司发行不超过人民币 60 亿元（含 60 亿元）公司债券获得中国证监会证监许可[2015]1868 号文核准。公司分别于 2015 年 8 月 14 日和 2015 年 9 月 1 日分别成功发行了两期三个品种合计 60 亿元公司债，债券简称分别为“15 融创 01”（25 亿元、3+2 年期、票面利率 4.50%）、“15 融创 02”（25 亿元、5 年期、票面利率 5.70%）、“15 融创 03”（10 亿元、3+2 年期、票面利率 4.48%）。

表 1 公司债券发行情况

名称	证券代码	金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）
15 融创 01	122432.SH	25	3+2	4.50
15 融创 02	122433.SH	25	5	5.70
15 融创 03	122445.SH	10	3+2	4.48

资料来源：公司年报

本次债券所募资金扣除发行费用后的 46.8 亿元用于偿还金融机构借款，剩余部分用于补充公司营运资金。截至本信用评级报告出具日，已偿还 46.8 亿元金融机构借款，剩余部分用于补充公司营运资金。

截至本报告出具日，“15 融创 01”、“15 融创 02”、“15 融创 03”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1. 行业概况

2015 年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%。总体看，房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

土地供应出现一定的下滑趋势。2015 年，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比减少 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比减少 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比减少 10%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，土地市场溢价率相应有所好转，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升 2 个百分点至 27%；二线城市较上年同期上升 10 个百分点至 17%；三四线城市较上年同期上升 2 个百分点至 8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨 19%至 9,180 元/平方米；二线城市同比上涨 18%至 1,565 元/平方米；三四线城市同比上涨 1%至 751 元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市土地市场相对较为疲软。

在开发资金来源状况上，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点，其中，住宅待售面积 4.52 亿平方米，同比增长 11.20%，增速较上年同期下滑 14.40 个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

销售价格上，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015 年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。总体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，房地产行业集中度进一步提升。2015 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 16.87%和 22.82%，前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 11.31%和 14.62%。总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

2. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015 年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于 3 月、5 月、6 月、9 月、10 月五次降息降准。经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康

发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

（2）行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为74.62%，较2014年底提高了0.13个百分点，房地产板块整体债务率较高。

（3）市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

（4）房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

（1）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

（2）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

¹ Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

5. 区域经济及房地产情况

2015 年，公司营业收入主要来自房地产开发销售以及持有物业，从地区来看，营业收入主要集中在天津市、上海市、重庆市和北京市，因此公司业务经营受天津市、上海市、重庆市和北京市区域经济发展情况和房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。

近年来，我国房地产市场整体进入调整周期，但不同城市出现分化。三四线城市房地产库存高企，房地产市场继续处于较低景气区间，而以上海、北京、重庆为代表的一二线城市由于集中了优质服务资源而持续吸引外来人口进入，其房地产市场需求保持稳定增长。

（1）北京市区域经济及房地产概况

2015 年北京市实现地区生产总值 22,968.6 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%，增速比上年回落 0.4 个百分点。分产业看，第一产业增加值 140.2 亿元，下降 9.6%；第二产业增加值 4,526.4 亿元，增长 3.3%，增速比上年回落 3.6 个百分点；第三产业增加值 18302 亿元，增长 8.1%，增速提高 0.6 个百分点。

2015 年，全市完成房地产开发投资 4,226.3 亿元，增长 8.1%，其中住宅投资 1,962.7 亿元，规模与上年相当。商品房本年新开工面积 2,790.2 万平方米，增长 11.5%；其中，商品住宅新开工面积 1,199.2 万平方米，下降 8%；写字楼新开工面积 585.56 万平方米，增长 38.97%。商品房销售面积 1,554.7 万平方米，增长 6.6%；办公楼销售面积 243.02 万平方米，增长 77.65%。其中，商品住宅销售面积 1,127.3 万平方米，下降 1.2%；2015 年北京土地市场总出让金为 2,032 亿，相比 2014 年的总出让金 1,916 亿，上涨约 6%。全年共出让土地 109 宗，相比 2014 年 142 宗，减少约 23%，其中经营性用地共出让 82 宗，成交金额共 2,013.60 亿；经营性用地实际成交楼面单价 15,336 元，比 2014 年上涨 18%，其中，住宅用地楼面单价 16,670 元，同比上涨 15%。全市具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业完成建筑业总产值 8,436.7 亿元，比上年增长 2.8%。其中，在本市完成 2,699.1 亿元，下降 6.8%；在外埠完成 5,737.6 亿元，增长 8.0%。本年新签合同额 10,790.5 亿元，增长 3.3%。

北京市实施严格的限购的政策，即从 2011 年 2 月 17 日起，对已拥有 1 套住房的本市户籍居民家庭、持有本市有效暂住证在本市没拥有住房且连续 5 年(含)以上在本市缴纳社会保险或个人所得税的非本市户籍居民家庭，限购 1 套住房(含新建商品住房和二手住房)；对已拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭、无法提供本市有效暂住证和连续 5 年(含)以上在本市缴纳社会保险或个人所得税缴纳证明的非本市户籍居民家庭，暂停在本市向其售房。

总体看，北京市经济增长情况良好；虽已实施限购政策，但房地产市场景气度仍然较高，保持了稳定发展。

（2）重庆市区域经济及房地产概况

2015 年，重庆市实现地区生产总值 15,719.72 亿元，同比增长 11.0%。分产业看，第一产业增加值 1,150.15 亿元，同比增长 4.7%；第二产业增加值 7,071.82 亿元，增长 11.3%；第三产业增加值 7,497.75 亿元，增长 11.5%。从五大功能区域看，截至 2015 年末，都市功能拓展区实现地区生产总值 3795.59 亿元，同比增长 11.7%；其中房地产开发投资完成 1509.15 亿元，增长 10.6%，对全市房地产投资的贡献率为 119.6%，拉动全市房地产投资增长 4.0 个百分点。城市发展新区实现地区生产总值 5241.15 亿元，同比增长 11.7%；房地产开发投资完成 864.51 亿元，下降 6.1%。渝东北生态涵养发展区实现地区生产总值 2717.60 亿元，同比增长 10.9%；房地产开发投资完成 338.21

亿元，增长 24.1%。渝东南生态保护发展区实现地区生产总值 870.95 亿元，同比增长 10.0%；房地产开发投资完成 109.03 亿元，增长 0.9%。

2015 年，重庆市房地产业总体发展较快。2015 年重庆市房地产开发投资增速显著下降，但投资水平在整体上保持了增长。2015 年，重庆市房地产开发投资为 3,751.28 亿元，同比增长为 3.33%。由于 2015 年以前，重庆市房地产市场保持着较高速的发展，导致重庆库存面积较大，开发企业投资热情降低。

施工面积方面，2015 年，房地产开发企业房屋施工面积 28,985.67 万平方米，同比增长 1.3%；其中，住宅施工面积 19,390.32 万平方米，下降 4.5%。房屋新开工面积 5,810.85 万平方米，下降 7.1%；其中，住宅新开工面积 3,668.92 万平方米，下降 14.2%。房屋竣工面积 4,630.29 万平方米，增长 24.5%；其中，住宅竣工面积 3,185.90 万平方米，增长 15.0%。重庆市住宅的施工面积和新开工面积均有不同程度的下降，表明房地产项目进度有所减缓，房地产开发企业对当前市场保持观望态度。

房屋销售方面，2015 年，重庆市商品房销售额呈增长态势，2015 年商品房销售额为 2,952.21 亿元（同比增长 4.87%）。近两年，重庆市多数开发企业调整策略，市场去库存化明显，商品房销售增幅明显下降。2015 年，商品房销售面积 5,381.37 万平方米，同比增长 5.5%。其中，住宅销售面积增长 1.2%，办公楼销售面积增长 18.0%，商业营业用房销售面积增长 32.9%。

土地市场方面，2015 年重庆市土地供应量呈下降趋势，为 3,036.21 万平方米（同比下降 1.18%）。受房地产市场低迷影响，2015 年市场行情导致政府推地幅度以及开发商拿地预期较低，房企去库存的任务重也使得房企拿地保持谨慎，且招拍挂中出现底价成交的频率较往年上升。

总体看，2015 年，重庆市房地产市场总体发展较为平稳，房价基本稳定，重庆市房地产市场基本符合全国房地产市场基调。经历前期快速发展，存量积压现象较为明显，重庆市市民近年购房较为谨慎。2015 年，重庆市区域经济保持快速发展，经济结构进一步优化，各项经济指标均稳步增长，共同推动全市经济持续、协调、健康发展，为当地房地产市场发展提供了较好的外部环境。

（3）上海市区域经济及房地产概况

2015 年，上海市实现地区生产总值 24,964.99 亿元，比上年增长 6.9%。其中，第一产业实现增加值 109.78 亿元，下降 13.2%；第二产业增加值 7,940.69 亿元，增长 1.2%；第三产业增加值 16,914.52 亿元，增长 10.6%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 67.8%，比上年提高 3.0 个百分点，占比及增速均有所提高。2015 年上海市实现一般公共预算收入 5,519.50 亿元，比上年增长 13.3%；一般公共预算支出 6,191.56 亿元，增长 19.5%。2015 年全年完成全社会固定资产投资总额 6,352.70 亿元，比上年增长 5.6%。其中，第三产业投资占全社会固定资产投资总额的比重为 84.8%。2015 年上海市实现建筑业总产值 5,652.47 亿元，比上年增长 2.8%；房屋建筑施工面积 36,659.77 万平方米，增长 4.8%；竣工面积 7,258.69 万平方米，下降 4.3%。

2015 年上海市完成房地产开发投资 3,468.94 亿元，比上年增长 8.2%，增速较上年回落 5.5 个百分点。其中，住宅投资 1,813.32 亿元，增长 5.1%；办公楼投资 654.54 亿元，增长 22.4%；商业营业用房投资 467.67 亿元，增长 2.1%。房地产开发投资增速较上年均有所放缓，但从 2015 年上海市房地产开发投资占全社会固定资产投资比重来看，继续呈上升趋势，达 54.6%，较上年提高 1.3 个百分点。

施工面积方面，2015 年，上海市商品房施工面积 15,095.33 万平方米，同比增长 2.8%；2015

年上海市房屋新开工面积 2,605.08 万平方米，同比下降 6.4%；竣工面积 2,647.18 万平方米，同比增长 14.4%。新开工面积有所减少，竣工面积增幅明显高于施工面积增幅。随着部分存量商品房项目的竣工，2015 年上海市商品房竣工面积增长较快，施工面积增速同比有所下降。

房屋销售方面，2015 年上海市新建商品房销售面积 2,431.36 万平方米，增长 16.6%，其中住宅销售面积 2,009.17 万平方米，增长 12.8%。全年商品房销售额 5,093.55 亿元，增长 45.5%，其中住宅销售额 4,319.93 亿元，增长 47.8%。全年存量房买卖登记面积 2,647.83 万平方米，增长 66.9%。2015 年上海市房屋销售市场回暖较为明显，尤其是存量房屋买卖市场，增速大幅上涨。

同北京市一样，长期以来上海市一直施行严格的限购政策。2016 年 3 月，上海市出台新的限购政策，政策规定：提高非本市户籍居民家庭购房缴纳个人所得税或社会保险的年限，将自购房之日起计算的前 3 年内在本市累计缴纳 2 年以上，调整为自购房之日前连续缴纳满 5 年及以上。企业购买的商品住房再次上市交易，需满 3 年及以上，若其交易对象为个人，按照本市限购政策执行。总体看，作为国内一线城市，上海市房地产景气度回暖幅度较大，并有望在未来保持这种势头。

（4）天津市区域经济及房地产概况

2015 年，天津市生产总值 16,538.19 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.3%。其中，第一产业增加值 210.51 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 7,723.60 亿元，增长 9.2%，其中，工业增加值 6,981.27 亿元，增长 9.2%；第三产业增加值 8,604.08 亿元，增长 9.6%，占天津市生产总值的 52.0%，首次超过第二产业，形成“三二一”产业结构。

2015 年，天津市全年房地产业增加值 605.42 亿元，增长 6.1%。房地产开发投资 1,871.55 亿元，增长 10.1%。全市房地产开发投资中：住宅投资 1,251.53 亿元，同比增长 11.5%；办公楼投资 107.70 亿元，同比下降 12.9%；商业营业用房投资 249.01 亿元，同比增长 14.3%；其他开发投资 263.31 亿元，同比增长 11.6%。

2015 年，天津市商品房销售面积 1,771.07 万平方米，增长 9.8%；销售额 1790.01 亿元，增长 20.4%。存量房交易升温，全年交易面积 1,289.6 万平方米，增长 61.7%；交易额 1290.4 亿元，增长 78.6%。

2015 年全年，天津市建筑业增加值 742.33 亿元，增长 8.5%。建筑业总产值 4,488.90 亿元，增长 8.9%；其中，在外省完成产值 1,650.40 亿元，增长 12.8%，比重达到 36.8%，比上年提高 1.3 个百分点。房屋建筑施工面积 15,644.62 万平方米，增长 10.5%；竣工面积 3,547.24 万平方米，增长 9.8%。截至 2015 年末，全市总承包和专业承包建筑业中具有特级、一级和二级资质企业 689 家，比上年末增加 21 家。

总体看，天津市房地产市场发展相对一二线城市较为平稳。

四. 股东背景

公司控股股东融创中国是一家于 2010 年在香港联交所上市的专业从事住宅及商业地产综合开发的企业（股票代码：1918.HK），融创中国采取区域聚焦和高端地产战略。截至 2015 年底，在京、津、沪、渝、杭等地拥有处于不同发展阶段的项目，产品主要以高端住宅、别墅、商业、写字楼等多种物业类型为主。荣誉方面，融创中国先后获得由中国房地产业协会、中国房地产研究会、中国房地产测评中心联合评选的“2013 年中国房地产上市公司排行榜第 10 名”、“2014 年中国房地产上市公司综合实力 10 强”、“2014 年中国房地产上市公司 H 股 10 强”、“2015

年中国房地产开发公司测评第 7 名”等荣誉。公司作为融创中国的境内主体，近年来经营和收入规模占到融创中国 80% 以上。

截至 2015 年底，融创中国合并资产总额 1,155.09 亿元，总负债 960.89 亿元，股东权益合计 194.20 亿元，其中普通股股东权益合计 190.05 亿元。2015 年融创中国实现营业收入 230.11 亿元，归属于普通股股东净利润 32.98 亿元。2015 年，融创中国合同销售金额达到 682.1 亿元，比去年增长 3.6%，权益销售达到 435.37 亿元，同比增长 10.3%。销售均价为 21,080 元/平方米，同比上涨 4%。土储方面，2015 年融创中国共获取土地 27 幅，增加土地储备 1,015 万平方米。截止至 2015 年 12 月 31 日，融创中国拥有土地储备约 2,720 万平方米，权益土地储备共计约 1,805 万平方米。

截至 2015 年底，融创中国正在进行 92 个房地产项目的开发，总占地面积 1,687.82 万平方米，预计建筑面积 4311.51 万平方米，预计可销售/可出租面积为 3,673.24 万平方米。

总体看，公司控股股东融创中国是国内规模较大、知名度较高的大型房地产开发企业；融创中国资产规模较大、土地储备充足，为公司在中国内地的发展提供了良好的支撑。

五、管理分析

2015 年内，公司修改公司章程，将董事由七名减少为六名。此外，公司无其他重大管理变更事项。公司高管团队基本稳定，相关管理制度延续以往模式。

六、经营分析

1. 经营概况

2015 年，公司合作开发项目比重继续增加，主营业务收入下降幅度较大，同比 2014 下降 23.53% 至 112.47 亿元，而投资收益大幅增加。

公司与知名房地产企业合作开发项目较多，2014~2015 年投资收益增长显著，分别为 30.40 亿元和 48.77 亿元，投资收益规模较大，使得 2014~2015 年营业利润规模呈现上升态势，分别为 41.69 亿元和 51.81 亿元；净利润亦呈现增长态势，分别为 36.45 亿元和 47.53 亿元。2015 年，公司实现净利润 47.53 亿元，其中投资收益 48.77 亿元，高于净利润总额，主要是对合营企业长期股权投资及处置子公司产生的投资收益，近年投资收益对公司盈利规模产生了积极的影响，公司整体盈利能力得以保持在较好水平。

2014~2015 年公司归属于母公司的净利润呈现增长态势，但营业收入和投资收益波动相对较大，主要是在我国房地产市场由快速增长转变为平稳发展的大环境下，公司为降低经营风险，近年来采用合作开发项目的方式在逐渐增多，通过股权投资的形式与合作方成立联营、合营公司共同开发项目（详见长期股权投资分析），导致公司对该部分项目产生的收益，不能通过合并报表（以下简称“并表”）口径的营业收入体现，而是通过投资收益体现在公司的净利润中所致。

表 2 2014 年~2015 年公司营业收入、成本及毛利情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年				2015 年			
	收入	收入占比	成本	毛利率	收入	收入占比	成本	毛利率
主营业务	150.20	99.04	110.59	26.37	112.47	96.97	95.41	15.17
其他业务	1.46	0.96	0.15	89.73	3.51	3.03	2.61	25.64
合计	151.66	100.00	110.73	26.99	115.98	100	98.02	15.49

资料来源：公司审计报告，其他主要指物业管理业务。

从主营业务构成来看，房地产销售收入是公司主营业务收入最重要的来源，2014~2015 年占比均在 95%以上，2015 年其占主营业务收入比重为 96.97%。

2014~2015 年公司主营业务毛利率大幅下滑，分别为 26.37%和 15.17%，毛利水平相对较低，主要系随着公司的子公司范围内拥有较高营业毛利的项目接近销售尾盘，其收入比重下降所致，2014~2015 年，公司分别实现主营业务毛利 39.61 亿元和 17.06 亿元。

从营业收入的地区分布来看，公司业务区域比较集中。2015 年公司 94.35%的营业收入来自于天津市、上海市、重庆市，较 2014 年，北京区域的所占比重有所下降，随着未来公司在杭州区域的布局比重的增加，公司收入的区域构成将有所变化。

表3 2014~2015年并表公司分地区营业收入情况（单位：亿元）

地区	2014 年	2015 年
北京区域	23.73	6.56
天津区域	32.58	22.77
上海区域	62.27	36.87
成渝区域	42.10	49.87
杭州区域	0.00	0.00
合计	160.68	116.07

资料来源：公司提供

总体看，房地产销售为公司营业收入及利润的主要来源，受益于项目主要集中于津、沪、渝等经济发展水平较高的区域，公司整体经营和盈利规模较大，毛利率呈下降态势，整体盈利水平有待提高。

2. 业务运营

公司以房地产开发为主，目前主要产品为精品住宅及其附属或配套商业的开发。

（1）土地储备

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、基础建设费、建筑安装工程费、公共配套设施费、工程物资、开发间接费用，其中土地成本和建筑安装工程费占开发成本的比例相对较高，合计约占 76%。土地出让金的支付一般在“招拍挂”前先期支付保证金，拍到土地后一般在一个月内支付余下的土地款（各地有所不同），同时取得对应的土地发票。

表4 截至2015年底公司土地储备情况（单位：万元，万平方米）

区域	并表 ² 土地储备 （建筑面积）	权益 ³ 土地储备 （建筑面积）	并表及非并表 ⁴ 土地储备 （建筑面积）
北京区域	0.40	203.15	362.24
天津区域	203.98	293.75	539.52
上海区域	219.26	365.75	474.52
成渝区域	43.63	287.08	459.97
杭州区域	78.04	89.65	113.06
武汉、海南	0.00	81.98	173.35
合计	545.31	1,321.37	2,122.67

资料来源：公司提供，联合评级整理。

² 并表口径是指，对公司及控股子公司中每家公司统计数据的加总。

³ 权益口径是指，对公司及控股子公司、合营及联营公司中每家公司统计数据归属于公司享有的部分的加总。

⁴ 并表及非并表口径暨汇总口径是指，对公司及控股子公司、合营及联营公司中每家公司统计数据的加总。

从土地储备的目标区域来看，2014~2015 年公司房地产项目的开发区域定位全国具有经济活力的一、二线城市（京、津、沪、渝、杭等）的核心区域或发展潜力大的区域（苏、锡、常等），项目地块所处地段位置较好，未来有一定的增值空间。

从拿地成本和获取方式来看，鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司对购置土地持谨慎态度，在考虑未来区域发展前景的同时，结合自身资本实力，并不盲目囤积。公司现有地块主要集中于沪、津、渝、杭等地区，项目地理位置较好，成本相对合理。公司现有土地储备主要为常州玉兰广场地块、天津半湾半岛地块、上海外滩 188 地块、杭州蒋村地块等，主要通过挂牌转让、并购等方式获取。

2014~2015 年，房地产销售市场受宏观经济及国家政策影响较大，但一线城市的土地市场仍保持热度，北京、上海等地公开市场竞争激烈。鉴于此，公司近年主要通过公开市场拍卖、项目收购等多种渠道增加土地储备，降低土地成本。从并表口径来看，近两年新增土地储备分别为 42.74 万平方米和 200.55 万平方米；从权益口径来看，分别为 191.93 万平方米和 387.36 万平方米，呈增长态势。截至 2015 年底，公司并表项目及非并表项目土地储备为 2,122.67 万平方米（建筑面积），其中权益土地储备为 1,321.37 万平方米（建筑面积），并表项目土地储备为 545.31 万平方米（建筑面积）。公司获取土地较为经济，可以满足未来 3~5 年的开发需要，较为充裕的土地储备为公司持续发展提供有力支撑。

表 5 2014~2015 年公司土地获得情况（单位：个，万平方米）

项目	2014 年			2015 年		
	并表口径	权益口径	汇总口径	并表口径	权益口径	汇总口径
新拓展项目	3	--	13	6	--	19
新增土地储备	43	192	337	201	387	626

资料来源：公司提供

自 2015 年起，公司开始积极拓展广深区域及核心二线城市成都、济南、合肥、西安等地，公司未来拟购置的土地储备集中在一线及核心二线城市。公司未来土地储备购置规模预计将持续扩大，存在较大融资需求。

总体看，公司结合自身发展节奏，近年来均有土地储备动作，公司取得的土地价格较为合理，地块所在区域经济发展水平较高，或有良好的经济提升预期，土地储备整体质量良好；现有土地储备可满足未来 3~5 年的开发需求，充分保证了公司未来经营发展的需要。

（2）原材料采购

公司原材料采购主要分为建筑原材料和设备两部分，公司采用建筑承包商采购为主的采购模式，公司主要采用公开招标的方式来选择项目总包商，并依据《成本管理制度》《采购制度》《品质管理制度》等公司规章制度进行管理，通过对总包商的筛选和管理达到对施工质量和原材料价格控制的目的；同时公司对主要的大型设备（如电梯）及装修、防水材料进行集中采购，从而有效的降低采购成本并保证采购产品的质量。

从付款方式来看，公司原材料采购按工程现场的进度支付给供应商的相应比例的款项，在不同进度节点支付不同比例的款项，主要支付形式为：预付定金支付至 20%，原材料供应到齐后支付至 80%，竣工验收后，支付至 95%，剩余 5%的款项于相应质保期后支付。若无特殊情况，公

司均以电汇形式支付款项。

从成本控制来看，公司依据历年来在各个不同地区的采购历史数据，及对未来市场情况的预测，编制成汇集各种主要材料的指导价格手册，定期进行更新，对采购品类和价格进行指导，以有效防止过高和过低价格对公司正常成本管控和质量控制的干扰。

整体看，公司采用建筑承包商采购为主的采购模式，通过对总包商的筛选和管理达到对施工质量和原材料价格控制的目的；公司对建筑承包商和设备供应商的筛选、管理和评价措施具体有效。

（3）项目开发

公司从事房地产开发业务的主要模式为：研究立项、独立开发，即独立完成土地购置、自主进行土地开发后，通过招投标由专业建筑工程公司进行开发建设，自主组织销售。

从项目开发数据来看，由于 2014~2015 年公司合作开发项目数量增多，导致并表公司开发规模下降，同时处于建设阶段的项目数量上升。2014~2015 年，公司新开工面积上升，整体开工节奏可以满足当期的销售需求。以上变化为公司发展结构性调整所致，并未对公司造成实质性的影响。2015 年公司新开工项目以上海大宁北玉兰公馆、上海外滩 188、苏州狮山御园为主。

2014~2015 年，随着王府壹号、伊顿庄园、苏州御园等较大项目的陆续结转及公司转让主要子公司项目，公司竣工面积呈现下降态势。2014 年以天津王府壹号、常州玉兰广场、重庆伊顿庄园为主。2015 年，公司新开工项目主要为上海外滩 188 项目、苏州狮山御园项目、天津滨海中心项目等，施工面积为 255 万平方米；同期竣工面积为 62 万平方米，主要是常州玉兰广场项目及无锡玉兰花园项目等。同期，公司权益施工面积为 1,091 万平方米，新开工面积为 93 万平方米。

表6 2014~2015年并表公司主要开发数据情况

项目	2014 年	2015 年
在建项目（个）	12	12
施工面积（万平方米）	191	255
新开工项目（个）	5	6
新开工面积（万平方米）	75	93
竣工面积（万平方米）	106	62

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司累计开发了北京西山壹号院、北京长滩壹号、天津时代奥城、天津王府壹号、无锡天鹅湖、无锡理想城市、重庆奥林匹克花园、重庆亚太商谷、常州玉兰广场、无锡玉兰花园、杭州印、杭州河滨之城二期等房地产项目，并表总建筑面积达 1,608 万平方米。在建项目主要为天津融创中心、天津半湾半岛上海香溢花城、杭州河滨之城二期等，总建筑面积 602 万平方米，主要项目预计将于 2016 年至 2019 年陆续竣工。

表7 2014~2015年并表公司开发的项目分地区概况（单位：亿元，万平方米）

地区	占地面积	建筑面积	计划总投资
北京区域	31	75	96
天津区域	170	456	402
上海区域	368	608	604
成渝区域	204	391	198
杭州区域	21	78	141
合计	794	1,608	1,441

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从权益口径来看，截至2015年底，公司占地总面积为1,104万平方米，其中，上海区域占地面积为448万平方米，成为占地面积最大的地区；总建筑面积为2,499万平方米，其中，上海区域同样为建筑面积最大的地区，为792万平方米。

表8 2015年权益公司开发的项目分地区概况（单位：万平方米）

地区	占地面积	建筑面积
北京区域	96	306
天津区域	201	550
上海区域	448	792
成渝区域	303	675
杭州区域	26	94
其他区域	30	82
合计	1,104	2,499

资料来源：公司提供

从项目的资金需求来看，截至2015年底，公司的在建、拟建项目已完成投资额达到1,100亿元，尚需投入资金341亿元。从投资规模来看，2015年，投资较大的项目是天津融创中心项目、上海香溢花城和重庆奥林匹克花园项目，目前已投资294亿元，随着项目陆续开始销售，公司将通过自有资金的滚动开发及外部筹资来解决项目资金需求。

表9 截至2015年底并表公司分地区在建、拟建面积投资情况

区域	计划总投资额（亿元）	已完成投资额（亿元）	尚需投资额（亿元）
北京区域	96	95	1
天津区域	402	303	99
上海区域	604	479	125
成渝区域	198	180	18
杭州区域	141	43	98
合计	1,441	1,100	341

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司房地产开发的规模中等，开发项目以中高端住宅项目为主，辅以少量的商业，公司天津融创中心项目、常州玉兰广场项目、上海香溢花城项目规模较大，未来有一定的资金需求。

（4）项目销售

从销售模式来看，公司目前对开发项目实行自主销售为主，合作销售为辅。自主销售主要分

为一线的销售团队和渠道团队，以及后台的销管团队和策划团队；合作销售项目主要分为两种模式，一种主要采用由公司操盘，另外一种为联合代理，即公司自身以“融代”进场进行销售，待由公司的销售人员的主导销售业绩时，部分项目的合作代理团队退出。

从公司客户定位及价格策略方面来看，公司市场布局是“专注于高端精品，同时在资源配置上向有购买力城市予以倾斜”。截至 2015 年底，公司在所聚焦的各个城市销售排名均位居前列：在天津，2015 年公司已连续五年销售金额排名第一；在上海，2015 年获房企销售金额第四名，连续三年销售金额排名前五；在重庆，2015 年获房企销售金额第二名，连续三年销售金额排名前三；在北京，连续三年销售金额排名前十；在杭州，连续两年销售金额排名前五。

表 10 2014~2015 年并表公司房地产销售数据

项目	2014 年	2015 年
达预售项目（个）	20	23
协议销售面积（万平方米）	95	67
协议销售金额（亿元）	154	140
协议销售均价（元/平方米）	16,221	21,061
结转收入面积（万平方米）	94	64
结转收入（亿元）	161	116
完成交付项目（个）	8	4
完成交付面积（万平方米）	106	62

资料来源：公司提供

注：协议销售是指签订销售协议、预付定金的情况。

从并表销售数据来看，在国内房地产市场受宏观经济政策及行业政策的影响日趋明显，行业竞争日趋加剧的背景下，公司近年来采取合作共赢的发展策略，与合作方合作开发房地产项目，使诸多项目未并表，带来 2014~2015 年公司协议销售面积呈现下降态势，协议销售金额呈下降态势。2014 年，公司实现协议销售金额 154 亿元、销售面积 95 万平方米；2015 年，公司实现合约销售金额 140 亿元，合约销售面积 67 万平米。

从 2014~2015 年协议销售均价情况来看，呈现上升态势，这是因为受到国家房地产政策周期影响，及 2014 年高端项目占比有所下降，部分高端项目销售已进入清盘所致。2015 年，国内房地产市场受行业政策的影响较大，公司协议销售均价约 21,061 元/平方米。

从 2014~2015 年协议销售额和销售面积来看，呈下降态势，主要由于 2015 年公司通过股权方式获取土地为杭州河滨之城二期项目，公司合并范围内收入结转规模减少，联营公司、合营公司的收入增加但未能在合并报表中的收入科目体现。

从结转情况来看，2015 年，公司结转面积 64 万平方米，较 2014 年下降 31.91%，结转的项目主要为重庆奥林匹克花园、无锡玉兰花园、天津半湾半岛等项目。总体看，公司销售目标与项目开发进度基本能够匹配，销售均价波动上升。

从权益销售数据来看，2015 年，公司协议销售面积为 158 万平方米，协议销售金额为 337 亿元，协议销售均价为 21,329 元/平方米。

从下表来看，截至 2015 年底，并表公司项目及非并表公司项目待售面积合计为 2,084.56 万平方米，其中权益待售面积合计为 1,029.66 万平方米；公司并表房地产项目待售面积合计为 421.59 万平方米，待售项目 30 个，待售规模较大。其中，公司在建面积 255 万平方米，分布在共 7 个城市（包括天津、上海、杭州、无锡、苏州、常州）共计 12 个项目。公司总可售面积为 1,403.14 万平方米，规模较大，主要以天津融创中心、上海香溢花城、上海外滩 188、常州玉兰广场、无

锡玉兰花园、杭州印和杭州河滨之城二期等项目为主，上述项目产品类型为住宅+商业。从近两年公司的协议销售面积、结转面积、目前的在建面积、达预售项目及待售规模综合来看，公司存在一定的去库存压力，但基于公司目前主要项目均分布在一二线城市的核心区域现状，去库存难度较小。

表11 截至2015年底公司并表及非并表房地产项目分地区待售面积情况（单位：万平方米）

区域	并表		权益		并表及非并表	
	总可售面积	待售面积	总可售面积	待售面积	总可售面积	待售面积
北京区域	58.35	0.30	263.70	165.51	427.18	292.15
天津区域	435.65	161.76	525.63	247.58	939.71	483.15
上海区域	536.13	166.13	693.23	284.13	888.68	401.25
成渝区域	306.30	35.88	508.82	189.35	1,158.27	652.79
杭州区域	66.72	57.52	79.12	64.19	134.78	88.38
武汉、海南	-	-	80.25	78.91	169.74	166.83
合计	1,403.14	421.59	2,150.75	1,029.66	3,718.37	2,084.56

资料来源：公司提供

总体看，公司以中高端精品住宅楼盘的销售为主，楼盘销售情况较好，公司可售面积的规模较大，为实现销售目标奠定了坚实的基础。未来随着公司权益投资项目不断产生收益，公司盈利有望持续增长。

3. 经营效率

2014~2015 年，随着公司经营模式的转变，公司各项经营指标均呈下降态势，具体来看，公司流动资产周转次数分别为 0.25 次和 0.18 次，周转速度较慢；随着公司营业成本减少，公司存货周转次数呈下降态势，2014~2015 年分别为 0.35 次和 0.31 次；总资产周转次数分别为 0.21 次和 0.14 次。从同行业比较来看，2015 年公司主要周转指标在主要房地产上市企业内均属中游水平。

表12 2015年房地产类上市公司相关指标比较（单位：次）

代码	债券简称	流动资产周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
000002.SZ	万科 A	0.39	0.40	0.35
600340.SH	华夏幸福	0.29	0.28	0.25
000046.SZ	泛海控股	--	0.11	0.12
600649.SH	城投控股	0.34	0.33	0.17
600823.SH	世茂股份	0.41	0.39	0.24
600266.SH	北京城建	0.20	0.15	0.16
	融创集团	0.17	0.31	0.14

资料来源：wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体来看，公司各项资产运营情况良好，整体经营效率良好。

4. 重要事项

截至 2016 年 3 月底，公司已经成功发行公司债券合计 160 亿元，其中公开发行公司债券合计 60 亿元，非公开发行公司债券合计 100 亿元。

表 13 截至 2016 年 3 月底公司已发行公司债券统计（单位：亿元）

证券代码	证券名称	发行期限	票面利率 (当期)	发行日期	发行规模	上市地点	募集资金用途
122432.SH	15 融创 01	5(3+2)	4.50	2015-08-13	25.00	上海	偿还银行借款及补充流动资金
122433.SH	15 融创 02	5	5.70	2015-08-13	25.00	上海	
122445.SH	15 融创 03	5(3+2)	4.48	2015-08-31	10.00	上海	
135079.SH	16 融创 01	4(2+2)	5.20	2016-01-20	15.00	上海	补充流动资金
118470.SZ	16 融地 01	7(5+2)	6.39	2016-01-22	50.00	深圳	
135268.SH	16 融创 03	5(3+2)	5.40	2016-03-07	35.00	上海	
合计					160.00		

资料来源：wind 资讯

截至 2016 年 3 月底，公司在深交所及上交所申报获批的非公开发行公司债总金额为 150 亿元，公司尚余上交所获批 50 亿元额度未使用，考虑到该债券主要用于补充流动资金，因此其发行将在一定程度上增加公司债务负担。

总体看，公司通过增资充实了资本金；公司近年来发行债券规模较大，充分补充了公司流动资金，与此同时，公司债务负担相应增大。

5. 经营关注

（1）公司聚焦地区土地获取难度加大

近年来，在一系列宏观调控后，三四线城市库存呈现出日益饱和，房企为规避风险纷纷回归一二线城市。在公司所聚焦的区域内，土地市场竞争加剧，土地获取难度加大，土地成本也会被潜在推高。目前公司的土地储备情况良好，但在未来依然会面临宏观调控政策和土地市场变化所带来的土地储备获取不足和土地成本升高的风险，直接影响公司未来长期发展和盈利能力。

（2）营业收入与投资收益波动较大

公司近两年合并报表的营业收入和投资收益波动较大，但归属于母公司股东的净利润仍稳定增长。其主要原因是由于公司及其子公司近年来采用合作开发项目的方式在逐渐增多，通过股权投资的形式与合作方成立联营、合营公司共同开发项目，因此公司对该部分项目产生的收益，未在合并报表的营业收入中体现，而是通过投资收益体现在公司的净利润中。如果未来公司及其子公司营业收入和对联营、合营公司的投资收益均不能稳定增长，将可能对偿债能力产生一定的影响。

（3）担保金额较大

截至 2015 年底，公司对关联方的担保余额为 1,376,045 万元，占净资产比重 54.22%，为所担保的事项主要是为合营及联营企业提供担保。此外，按照房地产行业惯例，公司为商品房购买人提供按揭贷款担保，截至 2015 年底，公司的按揭贷款担保余额为 262,333 万元。如果被担保人在贷款到期时发生违约，公司将承担连带责任保证，可能对整体偿债能力产生不良影响。

6. 未来发展

从公司整体发展规划来看，2016 年将致力于完善在中国最核心城市的布局，并补充适量优质土地储备，使公司发展进入新的阶段。

新城市拓展策略方面，公司将坚持聚焦一线城市的发展战略；根据各个城市房地产市场的表现情况及区域地位，下一步公司新城市拓展的重点方向为一线城市及少数核心优质二线城市。

公司研发中心基于对高端、刚需类客户群体敏感度的精细化研究，提炼各区域经验和需求，已研发出适合中高端市场的“法式高、多层产品线”和适合中端市场的“英式经济型产品线”。未来研发中心还将不断根据客户、市场的需要对现有产品线进行调整、创新和开展新产品线的研发。公司现阶段研发策略仍将围绕“聚焦区域和高端精品”发展战略制定产品策略，专注为城市高收入人群提供高端精品住宅。各区域公司根据所在城市特色和目标客户的核心需求合理调整产品类型，不断打造出满足客户需求引导客户品味的优质业态。

总的来看，公司以“坚持区域聚焦和高端精品”为发展战略，将加大在房地产领域的投资和国内区域市场的重点布局，促进销售额和利润的稳步快速增长。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，为提高审计效率，公司于 2015 年与控股股东融创中国共同采用普华永道中天会计师事务所对 2015 年合并财务报表审计，审计意见均为标准无保留意见。2014~2015 年度合并范围变化情况如下表所示。截至 2015 年底，公司拥有 71 家子公司。虽然 2014~2015 年公司合并范围变化较大，但公司主营业务一直为房地产开发并未发生重大变化，因此公司的财务数据可比性尚可。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 902.35 亿元，负债合计 648.56 亿元，股东权益（含少数股东权益）253.80 亿元，其中归属于母公司权益合计 247.90 亿元。2015 年公司实现营业收入 115.98 亿元，净利润（含少数股东损益）47.53 亿元，其中归属于母公司净利润 44.45 亿元；2015 年公司经营活动现金流量净额为 59.38 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.91 亿元。

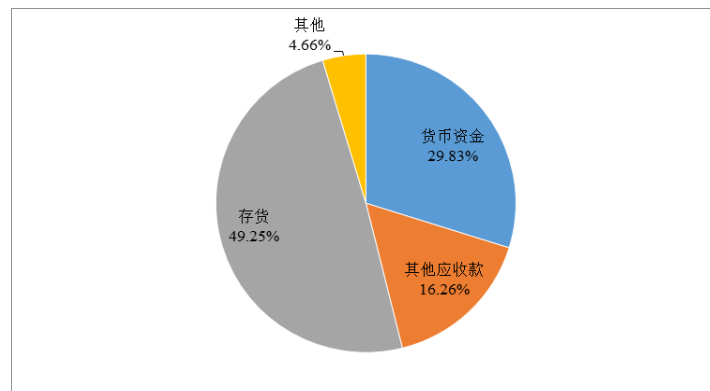
2. 资产质量

2014~2015 年，公司资产规模持续增长，主要系货币资金和长期股权投资增长所致。截至 2015 年底，公司合并资产规模达 902.35 亿元，较上年末增长 19.41%，其中流动资产占比 76.84%，非流动资产占比 23.16%，流动资产的高占比符合房地产开发企业的特征。

（1）流动资产

2014~2015 年，公司流动资产呈增加态势，主要系公司货币资金和其他应收款逐年增加所致。截至 2015 年底，公司流动资产为 693.39 亿元，较上年末增长 11.23%，以货币资金（占比 29.83%）、存货（占比 49.25%）和其他应收款（占比 16.26%）为主（如下图所示）。

图 2 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司货币资金的主要来源是房地产项目的预售回款和向金融机构取得的借款。公司货币资金余额因项目开发进度、土地购买、预售回款和对外借款等因素而波动。2014~2015 年，公司货币资金呈增长趋势，主要系公司售房资金回笼增加所致。截至 2015 年底，公司货币资金为 206.82 亿元，较上年末增长 10.60%，其中，银行存款 206.26 亿元（占比 99.73%）；其他货币资金 0.53 亿元（占比 0.25%，主要为银行承兑汇票保证金）。截至 2015 年底，公司受限货币资金 28.63 亿元，占期末货币资金总额的 13.84%，主要由贷款保证金、销售监管资金、按揭保证金和银行承兑汇票保证金组成。

公司存货主要包括开发成本、开发产品及其他，公司的开发成本是指尚未建成、以出售为目的的房地产项目，开发产品是指已建成待出售的房地产项目及物业。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 341.49 亿元，较上年末增长 21.88%，其中开发成本和开发产品分别占比 68.67%和 31.22%，主要为上海昊川置业有限公司、上海融绿汇谊置业有限公司、成都国嘉志得置业有限公司等项目。截至 2015 年底，公司有 155.66 亿元存货已用于债务担保，占比 46.93%，受限程度较高。2015 年，由于部分项目产品的售价已低于成本，公司对占比较小的已建成待出售的房地产项目及物业的开发产品计提了存货跌价准备，为 6.30 亿元。公司存货跌价准备主要针对以下项目计提：宜兴洩园、无锡玉兰花园（主要为车库）、无锡天鹅湖（主要为车库）和无锡理想城市（主要为车库）。综上，考虑公司房地产项目所属区域集中一二线城市，房地产市场景气度高，存货减值风险较小。

截至 2015 年底，公司其他应收款 112.76 亿元，较上年末减少 3.64%，主要为应收关联方往来款。从账龄上看，1 年以内的占比 97.53%，1 至 2 年的其他应收款占比 2.47%。按欠款方归集的期末余额前五名总额占其他应收款总额的比重为 46.98%，账龄均在一年以内。考虑到公司能有效参与联营合营企业的经营管理，且其开发的房地产项目有较好的经济效益，往来款项基本不存在无法收回的风险。公司对押金、保证金和代垫款实行专项管理，确保款项收回的及时性。

表14 截至2015年底公司其他应收款金额前五名单位情况（单位：万元，%）

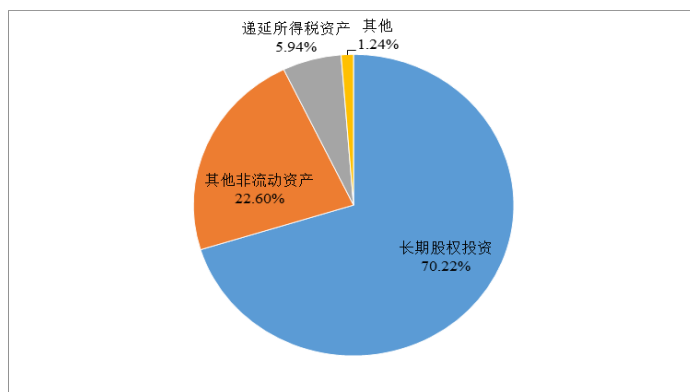
单位名称	款项性质	其他应收款 期末余额	账龄	占其他应收款 总额的比例
济南中融置业发展有限公司	经营往来款	208,157.3	一年以内	15.99
苏州绿城玫瑰园房地产开发有限公司	经营往来款	111,471.9	一年以内	8.57
重庆业晋房地产开发有限公司	经营往来款	106,781.4	一年以内	8.20
无锡融创绿城湖滨置业有限公司	经营往来款	104,035.8	一年以内	7.99
北京住总众邦地产有限公司	经营往来款	81,095.2	一年以内	6.23
合计		507,505.8		46.98

数据来源：公司审计报告

（2）非流动资产

2014~2015 年，公司非流动资产规模呈增长态势，主要系公司长期股权投资逐年增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 208.97 亿元，较上年末增加 57.94%。公司非流动资产构成以长期股权投资（占比 70.22%）、其他非流动资产（占比 22.60%）和递延所得税资产（占比 5.94%）为主（见下图）。

图3 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2015 年，公司采取合作共赢的发展策略，与诸多有实力的优质企业合作，操作了若干优质房地产项目，公司长期股权投资呈快速增长态势。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 146.74 亿元（其中对合营企业长期股权投资为 101.06 亿元，对联营企业长期股权投资为 45.69 亿元），较上年末增长 27.30%，主要系对合营企业追加投资增长以及公司失去对部分子公司控制成为合营公司所致。

表15 截至2015年底公司长期股权投资前五名单位情况（单位：万元，%）

被投资单位	投资金额	持股比例	投资收益	计量方法
上海保利泓融房地产开发有限公司	142,040	49.0%	47,523	权益法
北京融创恒裕地产有限公司	122,643	51.0%	-3,559	权益法
天津融创汇凯资产管理有限公司	119,674	80.0%	29,075	权益法
天津绿城全运村建设开发有限公司	118,326	39.2%	3,194	权益法
天津泰达城市开发有限公司	86,811	47.0%	14,676	权益法
合计	589,494		90,909	

资料来源：公司审计报告

2014~2015 年，公司递延所得税资产价值呈减少态势，主要由公司未经抵销的土地增值税（占比 67.33%）、可抵扣亏损（占比 21.62%）和资产减值准备形成的递延所得税资产构成（占比 8.15%）。截至 2015 年底，公司递延所得税资产价值为 12.40 亿元，较上年末减少 4.24%，变化不大。

截至 2014 年末，公司无其他非流动资产。截至 2015 年，公司其他非流动资产为 47.22 亿元，主要为公司获取位于上海浦东东郊地区的房地产开发项目预付的股权投资款 40.11 亿元。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主；流动资产中存货及货币资金占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，部分货币资金及存货用于抵押和担保，但总体占比较小，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

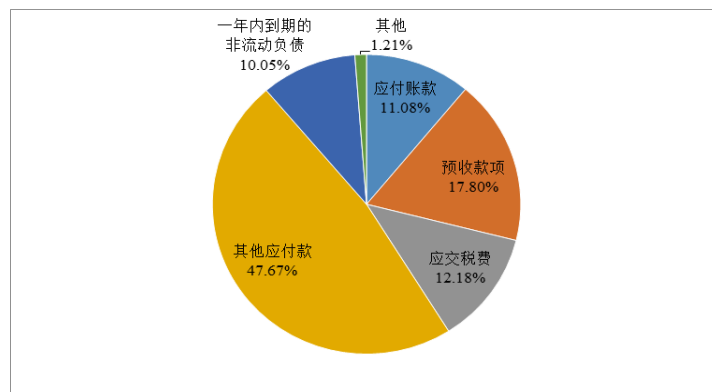
2014~2015 年，公司负债规模小幅上升，主要系流动负债的增加所致。截至 2015 年底，公司负债合计 648.56 亿元，较上年末增长了 10.40%。债务结构方面，截至 2015 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 78.68%和 21.32%，公司负债以流动负债为主。

（1）流动负债

2014~2015 年，公司流动负债规模有所增长，主要系其他应付款增长所致。截至 2015 年底，

公司流动负债合计 510.31 亿元，较上年末增长 7.04%。公司流动负债以应付账款（占比 11.08%）、预收款项（占比 17.80%）、应交税费（占比 12.18%）、其他应付款（占比 47.67%）和一年内到期非流动负债为主（占比 10.05%）为主（见下图）。

图4 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

公司的应付账款主要由应付工程款、应付土地款等构成。截至 2015 年底，公司应付账款为 56.56 亿元，较上年末增长 28.17%，主要系 2015 年公司房地产业务新开工项目和在建面积增加，应付工程款随之增加所致。

公司的预收款项主要为各房地产项目的预售房款和预收物业费。截至 2015 年底，公司预收款项 90.84 亿元，较上年末增长 38.69%，主要系同期预售的房屋增长所致。

公司的应交税费主要由土地增值税和企业所得税构成。截至 2015 年底，公司应交税费为 62.17 亿元，较上年末增长 11.68%，主要系企业所得税增长所致。

公司的其他应付款主要为往来款、应付股权转让款、保证金和代收款。截至 2015 年底，公司其他应付款为 243.25 亿元，较上年末减少 0.48%，主要由应付少数股东、联营及合营公司及同一控制下关联方往来款（2015 年末占比 91.57%）构成。

表16 截至2015年底公司其他应付款的前五大交易明细（单位：万元，%）

序号	单位名称	期末余额	是否关联方	款项性质	账龄	占期末余额比重
1	融创不动产投资控股有限公司	341,683	是	往来款	一年以内	13.11
2	易胜控股有限公司	279,700	是	往来款	一年以内	10.73
3	北京融创嘉业房地产开发有限公司	199,288	是	往来款	一年以内	7.65
4	上海保利泓融房地产开发有限公司	176,028	是	往来款	一年以内	6.75
5	北京保利融创房地产开发有限公司	171,567	是	往来款	一年以内	6.58
	合计	1,168,266				44.82

资料来源：公司审计报告

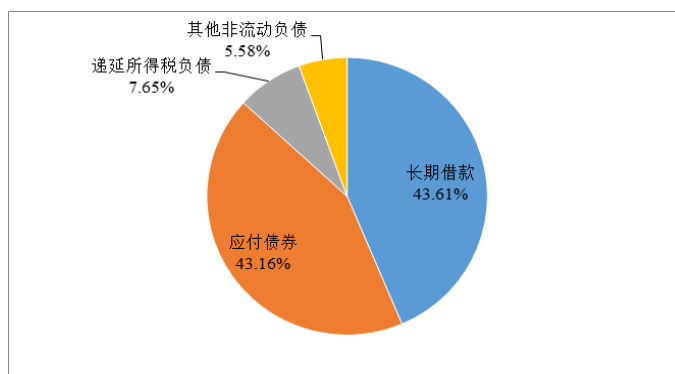
公司一年到期的非流动负主要为一年内到期的长期借款。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 51.30 亿元，较上年增长 38.24%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。

（2）非流动负债

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 138.25 亿元，较上年末增长 24.83%，主要系新增应付

债券所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 43.61%）、应付债券（占比 43.16%）、递延所得税负债（占比 7.65%）及其它非流动负债（占比 5.58%）构成。

图5 截至2015年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年末，公司长期借款为 60.29 亿元，较上年末减少 23.96%。公司长期借款主要用于房地产开发建设，其借款期限一般与房地产项目所跨越的时间相匹配，主要以项目销售回款归还长期借款。长期借款的利率区间为 4.48%至 10.70%。公司长期借款还款集中在 1 至 2 年内偿还，存在一定的集中偿付压力。

表 17 截至 2015 年底公司长期借款期限分布（单位：万元，%）

还款期限	借款金额	占比
1~2 年	431,903	71.64
2~5 年	170,980	28.36
合计	602,883	100

资料来源：公司提供

2015 年，公司共发行三笔债券，合计 60 亿元，发行费用总额为人民币 0.36 亿元，未摊销发行费用为 0.33 亿元，按票面计提本年应付债券利息为 1.13 亿元。具体明细如下表所示。2013~2014 年，公司无应付债券。

表 18 截至2015年底公司发行债券情况

债券简称	面值（元）	发行日期	债券期限	发行金额（亿元）
15 融创 01	100	2015年8月14日	5年	25.00
15 融创 02	100	2015年8月14日	5年	25.00
15 融创 03	100	2015年9月25日	5年	10.00

资料来源：公司审计报告

公司的递延所得税负债主要由非同一控制下企业合并资产评估增值和土地增值税构成。截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 10.58 亿元，较上年末增长 54.34%，主要系非同一控制下企业合并资产评估增值增长所致，主要包括上海昊川置业有限公司（1.95 亿元）、上海绿城森林高尔夫别墅开发有限公司（0.71 亿元）、国嘉志得置业有限公司（1.89 亿元）、成都市永平置业有限公司（0.97 亿元）和成都众怡房地产开发有限公司（0.98 亿元）等公司。

公司的其他非流动负债全部由并购股权产生土地评估增值影响的递延土地增值税构成。截至 2015 年底，公司其他非流动负债为 7.71 亿元，较上年末减少 68.68%，主要系公司前年度进行并购时，递延土地增值税逐渐结转至土地增值税费用所致。

截至 2015 年底，公司全部债务为 174.43 亿元，其中短期债务 54.47 亿元，长期债务 119.96 亿元。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 71.87%、40.73% 和 32.10%，（上年同期分别为 77.74%、46.12% 和 32.03%），除长期债务资本化比率略有上升外，其余两项指标均有所下滑。公司有息债务水平较高。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务规模较大；考虑资产增速大于负债增速，债务状况仍属可控，剔除预收房款因素的影响，公司实际负债水平尚可。

（3）所有者权益

截至 2015 年底，股东按照持股比例以现金增加实收资本至 70 亿元，增幅达 677.78%，全部计入股本。截至 2015 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 253.80 亿元，较上年末增加 50.88%，其中，归属于母公司的所有者权益 247.90 亿元，较上年末增加 76.91%，占比 97.68%；少数股东权益 5.90 亿元，较上年末减少 79.00%，占比 2.32%。截至 2015 年底，公司归属母公司所有者权益中，股本占比 28.24%，未分配利润占比 65.19%，公司权益稳定性有待提高。

总体看，2015 年，公司资本实力增强；所有者权益中大部分为未分配利润，公司权益稳定性仍有待提高。

4. 盈利能力

随着公司控股项目的减少，权益投资项目的增多，2015 年，公司实现营业收入 115.98 亿元，同比减少 23.53%，营业成本为 98.01 亿元，同比减少 11.48%，成本减少幅度低于营业收入减少幅度，主要系公司高毛利产品接近尾声，在总收入中占比下降，拉低了平均毛利所致。

公司权益投资项目规模持续增加，通过合资公司获取的收入不断增长，使得 2014~2015 年公司投资收益呈快速增长态势，分别为 30.40 亿元和 48.77 亿元。2015 年，投资收益占到当期营业利润的比重为 94.13%，对公司利润产生了较大的积极影响。

2014~2015 年，公司利润总额分别为 41.88 亿元和 57.50 亿元；净利润分别为 36.45 亿元和 47.53 亿元，其中归属于母公司的净利润分别为 35.27 亿元和 44.45 亿元。2015 年公司利润总额和净利润均同比上年大幅增长，增幅均在 30% 左右。

从期间费用来看，2015 年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 3.93 亿元、5.53 亿元和 3.14 亿元，管理费用同比上年增长 12.77%，财务费用同比下降 38.03%，销售费用同比下降 13.48%。从费用收入比来看，2014~2015 年，公司费用收入比分别为 9.57% 和 10.86%，呈增长态势，主要系公司权益投资项目增多导致营业收入逐年减少所致，显示公司费用控制能力有待提升。

2014~2015 年，公司营业外收入呈显著增长态势，分别为 0.27 亿元和 5.86 亿元，主要系 2015 年公司取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益大幅增长所致。2015 年，公司营业外收入主要以取得子公司、联营企业及合营企业时的利益（占 97.66%）为主。

从各项盈利指标来看，由于公司合作及联营项目占比增长，2014~2015 年，公司营业利润率分别为 17.86% 和 15.62%，有所下降；2014~2015 年，由于所有者权益和资产的上升速度快于利润增长速度，总资产报酬率分别为 6.73% 和 7.43%，呈上升态势；净资产收益率分别为 24.34% 和 22.53%，呈下降态势；公司总资本收益率分别为 14.35% 和 13.96%，呈下降态势。从同行业上市公司比较来看，除销售毛利率外，公司的各项盈利能力指标均处于较好水平。

表 19 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

代码	简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
000002.SZ	万科 A	6.11	19.24	24.79
600340.SH	华夏幸福	4.90	41.17	29.54
000046.SZ	泛海控股	--	20.65	37.86
600649.SH	城投控股	11.35	19.56	19.56
600823.SH	世茂股份	6.58	11.51	36.32
600266.SH	北京城建	3.50	8.15	38.41
	融创集团	6.92	22.75	15.17

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司不断增加权益投资项目，虽然并表公司营业收入规模下降，但是整体盈利规模呈现稳定增长态势，公司整体盈利规模较大、盈利能力强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2014~2015 年，公司经营活动现金流入量呈减少态势，分别为 404.89 亿元和 339.21 亿元，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；经营活动现金流出呈增长态势，分别为 224.87 亿元和 279.83 亿元，主要系支付关联方公司往来款项增加所致。受上述因素影响，2014~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额大幅减少，分别为 180.02 亿元和 59.38 亿元。从收入实现质量来看，公司的现金收入比呈下降的态势，2014~2015 年现金收入比分别为 89.65%和 80.57%。

从投资活动情况来看，2014~2015 年，公司投资活动现金流入量快速增长，分别为 17.22 亿元和 41.71 亿元，主要系收到关联公司归还的借款所致；投资活动现金流出量快速增长，分别为 106.75 亿元和 140.65 亿元，主要系公司向关联公司提供的委托贷款增长所致。受上述因素影响，投资性现金流呈现净流出状态，分别为-89.54 亿元和-98.94 亿元。

从筹资活动情况来看，2014~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量流入快速增长，分别为 95.00 亿元和 262.99 亿元，公司筹资活动现金流入主要系取得银行借款；筹资活动现金流出量同样快速增长，分别为 126.01 亿元和 206.53 亿元，主要系偿还银行借款所致。受上述因素影响，2014~2015 年，筹资活动现金流分别为-31.02 亿元和 56.46 亿元。

总体看，公司增加权益投资规模，投资活动净流出规模持续增加，考虑公司经营现金流规模较大，不能覆盖投资活动支出，公司融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2014~2015 年公司流动比率分别为 1.31 倍和 1.36 倍，呈上升的态势；速动比率分别为 0.72 倍和 0.69 倍，呈现下降态势；现金短期债务比快速提升，分别为 2.89 倍和 3.80 倍。综合来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，由于近年来公司不断优化债务结构，平均借款利率降低，在债务规模增加的同时，利息支出不断减少，受此影响，2014~2015 年公司 EBITDA 分别为 47.94 亿元和 61.86 亿元，呈现快速增长态势。从 EBITDA 构成来看，主要由利润总额构成，2014~2015 年占比均在 90%以上，主要系公司合营及联营项目良好且持续增长的获利能力所致。截至 2015 年，公司 EBITDA 为 61.86 亿元，其中利润总额 57.50 亿元，占比 92.96%。2014~2015 年公司 EBITDA

利息保障倍数分别为 3.01 倍和 5.54 倍，EBITDA 全部债务比 0.33 倍和 0.35 倍，整体呈现增长态势，EBITDA 对利息的保障程度较好，对全部债务的保障程度较强。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 71.87%、40.73%和 32.10%，（上年同期分别为 77.74%、46.12%和 32.03%），除长期债务资本化比率略有上升外，其余两项指标均有所下滑。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2015 年底，公司对关联方公司担保金额为 137.60 亿元，其中对合营公司的担保 97.19 亿元，对联营公司的担保 6.39 亿元，对同一控制下关联公司担保 34.02 亿元，占公司净资产比例为 54.22%，占比一般。考虑被担保公司，经营状况均基本良好，公司或有负债风险应属可控。

截至 2015 年底，公司不存在未披露可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2015 年底，公司控股股东融创中国已经取得的银行授信总额为 937 亿元，其中已用授信额度 374 亿元，尚可使用授信额度 563 元。作为融创中国关联方，公司可在授信期内使用该授信额度，公司间接融资渠道通畅。

根据中国人民银行征信中心查询信息，截至 2016 年 3 月 22 日，公司无未结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

八、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 206.82 亿元，约为公开发行的公司债券“15 融创 01”、“15 融创 02”、“15 融创 03”本金合计（60 亿元）的 3.44 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 253.80 亿元，约为债券本金合计（60 亿元）的 4.23 倍。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 融创 01”、“15 融创 02”、“15 融创 03”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 61.86 亿元，约为债券本金合计（60 亿元）的 1.03 倍，公司 EBITDA 对“15 融创 01”、“15 融创 02”、“15 融创 03”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 339.21 亿元，约为债券本金合计（60 亿元）的 5.65 倍，公司经营活动现金流入量对“15 融创 01”、“15 融创 02”、“15 融创 03”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域内长期从事房地产开发企业，在行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，以及 2015 年增资事项对于公司增强资本实力、缓解资金压力、优化财务结构等方面的积极影响，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。公司对“15 融创 01”、“15 融创 02”、“15 融创 03”的偿还能力很强。

九、综合评价

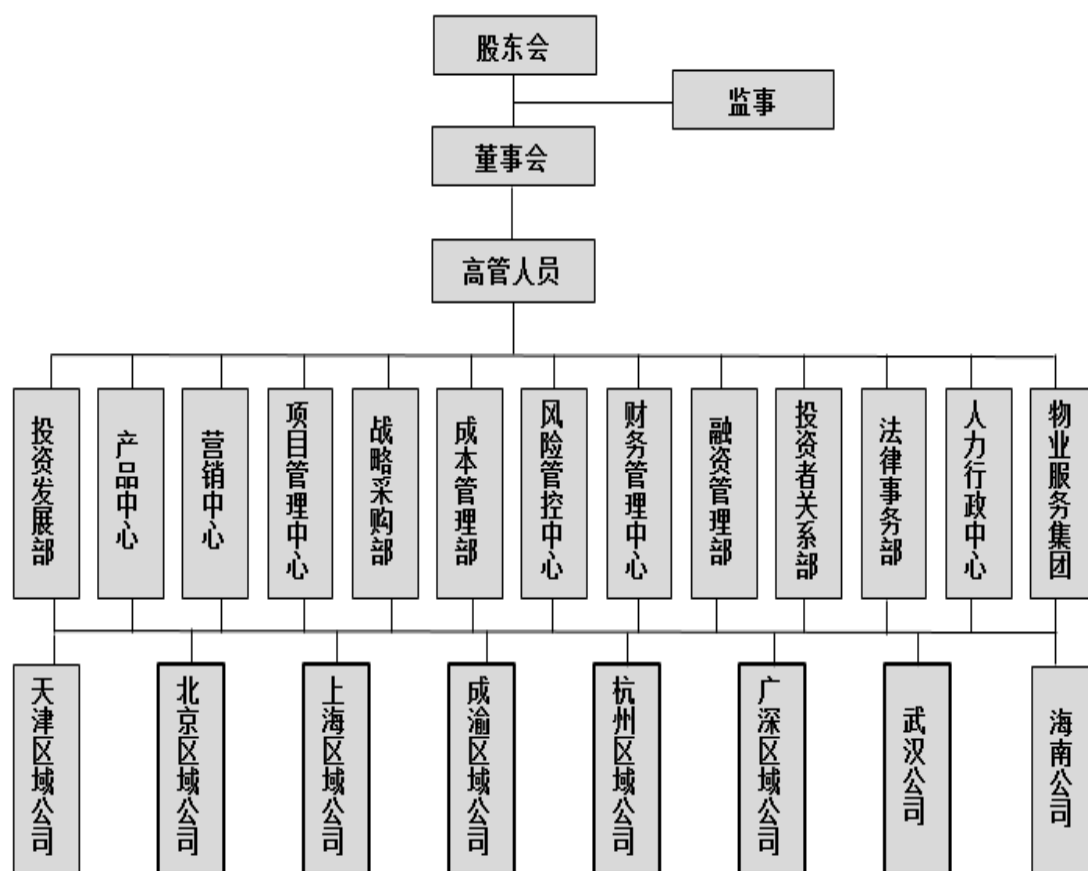
公司受益于一线城市良好的房地产市场景气度持续上行影响，公司以合作方式开发的项目持续增加，开发成本下降，项目收益持续增长，主营业务盈利能力较强。2015 年公司通过增资充实了公司资本金。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司资产质量良好、土地储备、项目储备较为丰富，在建项目地理位置优越，随着在

建项目的逐步结转，公司盈利能力有望持续增强，公司整体信用状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”，维持“15 融创 01”、“15 融创 02”和 15 融创 03 的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 融创房地产集团有限公司组织结构图



附件 2 融创房地产集团有限公司

主要财务指标

项 目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	755.70	902.35
所有者权益(亿元)	168.22	253.80
长期债务(亿元)	79.28	119.96
全部债务(亿元)	143.97	174.43
营业收入(亿元)	151.66	115.98
净利润(亿元)	36.45	47.53
EBITDA(亿元)	47.94	61.86
经营性净现金流（亿元）	180.02	59.38
流动资产周转率(次)	0.25	0.18
存货周转率（次）	0.35	0.31
总资产周转率（次）	0.21	0.14
现金收入比率（%）	89.65	80.57
总资本收益率（%）	14.35	13.96
总资产报酬率（%）	6.73	7.43
净资产收益率（%）	24.34	22.53
主营业务毛利率（%）	26.37	15.17
营业利润率（%）	17.86	15.62
费用收入比（%）	9.57	10.86
资产负债率（%）	77.74	71.87
全部债务资本化比率（%）	46.12	40.73
长期债务资本化比率（%）	32.03	32.10
EBITDA 利息倍数（倍）	3.01	5.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.33	0.35
经营现金债务保护倍数（倍）	1.25	0.34
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.63	-0.23
流动比率（倍）	1.31	1.36
速动比率（倍）	0.72	0.69
现金短期债务比（倍）	2.89	3.80
经营现金流动负债比率（%）	37.76	11.64
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.80	1.03

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。