

信用等级公告

联合[2015]541 号

融信（福建）投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对融信（福建）投资集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

融信（福建）投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

融信（福建）投资集团有限公司拟发行的 2015 年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：

二零一五年十一月十九日

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>

融信（福建）投资集团有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 25 亿元（含 25 亿元）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 11 月 19 日

主要财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额(亿元)	81.18	189.92	323.23	360.20
所有者权益(亿元)	10.06	15.42	40.94	68.40
长期债务(亿元)	11.70	54.46	133.25	108.00
全部债务(亿元)	23.31	84.93	173.70	170.25
营业收入(亿元)	12.91	21.29	41.00	43.02
净利润(亿元)	1.78	5.21	5.42	8.14
EBITDA(亿元)	2.05	6.09	6.83	10.64
经营性净现金流(亿元)	-1.68	-53.79	-74.03	-1.45
营业利润率(%)	20.48	28.61	22.83	26.96
净资产收益率(%)	--	40.93	19.23	14.89
资产负债率(%)	87.61	91.88	87.33	81.01
全部债务资本化比率(%)	69.87	84.63	80.92	71.34
流动比率	1.21	1.47	1.94	1.73
EBITDA 全部债务比(倍)	0.09	0.07	0.04	0.06
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	1.38	0.46	0.83
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.08	0.24	0.27	0.43

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径；本报告三季度财务报表未经审计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对融信（福建）投资集团有限公司（以下简称“公司”或“融信集团”）的评级反映了其作为福建区域内的主要房地产企业之一，近年来，在房地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入持续增长，品牌影响力进一步提升。公司业务专注于大海峡西岸经济区内城市及经挑选的一二线城市，土地储备充足，产品利润率较高，抵抗行业周期性风险的能力较强。同时，联合评级也关注到房地产行业波动、公司土地储备区域分布相对集中、资产负债率偏高以及公司业务拓展进度存在不确定性等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售、在建项目逐步竣工以及在建酒店的投入运营，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司在福州、闽南地区从事房地产开发的历史较长、开发经验丰富、品牌知名度较高，拥有较强的区域竞争力。

2. 公司土地储备重点挑选海峡西岸经济区内的区域枢纽以及国内一二线城市内的优越地段，质量较高，为公司塑造品牌形象和提升盈利能力奠定了良好的基础。

3. 近年来，公司销售收入保持增长，随着公司现有在售项目实现销售，以及在建项目进入销售阶段，公司收入、利润规模有望进一步提升。

4. 公司流动比率较高，可快速变现能力较好，对公司有息债务的偿还具备一定的保障

能力。

关注

1. 近年来，房地产业作为周期性行业受宏观经济和国家房地产调控政策等多重因素影响，存在一定的波动。

2. 公司土地储备相对集中，需要关注相关地区房地产市场变化对公司整体经营的影响。

3. 公司有息债务规模较大，同时在建项目未来需投资规模较大，公司存在较大的资金压力，并且长期借款存在一定的集中支付的压力。

4. 近年来公司开始进入上海、杭州等市场，当地房地产市场竞争激烈，公司业务拓展进度存在一定的不确定性。

周馥

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

高鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@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.cn

分析师

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与融信（福建）投资集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与融信（福建）投资集团有限公司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信用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，未因融信（福建）投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由融信（福建）投资集团有限公司提供，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融信（福建）投资集团有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券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

融信（福建）投资集团有限公司（以下简称“融信集团”或“公司”）前身系原福建融信房地产开发有限公司（以下简称“福建融信房地产公司”）。福建融信房地产公司系2003年9月由欧宗洪（持股98.8%）和许丽香（持股1.2%）共同投资设立，注册资本5,000万元，并于2009年7月更名为现名；2014年12月，公司类型由有限责任公司变更为有限责任公司（法人独资）。公司成立后，历经多次增资和股权转让，截至2015年9月底，公司注册资本总额为300,000万元，公司的控股股东为福州羿恒投资有限公司，持股比例100%，公司实际控制权由欧宗洪先生通过欧氏家族信托对公司运营予以控制。

图1 截至2015年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：对房地产、交通运输业的投资；房地产开发（以资质证书为准）；商品房销售；建筑材料、计算机以及软件销售；建筑工程和环保技术研发；自营和代理各类商品及技术的进出口，但国家限定公司经营和禁止进出口的商品和技术除外（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2015年9月底，公司设有审计法务中心、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、证券中心、酒店商业建设及管理中心、设计研发中心共计9个业务职能部门，拥有控股子公司23家，联营或合营企业6家，在职员工761人。

截至2014年底，公司合并资产总计323.23亿元，负债合计282.29亿元，所有者权益（归属母公司所有者权益为40.76亿元）合计40.94亿元。2014年公司实现营业收入41.00亿元，净利润5.42亿元（归属母公司所有者的净利润为5.51亿元）。2014年公司经营活动产生的现金流量净额为-74.03亿元，现金及现金等价物净增加额为4.89亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总计360.20亿元，负债合计291.81亿元，所有者权益（归属母公司所有者权益为59.02亿元）合计68.40亿元。2015年1~9月，公司实现营业收入43.02亿元，净利润8.14亿元（归属母公司所有者的净利润为8.45亿元）。2015年1~9月公司经营活动产生的现金流量净额为-1.45亿元，现金及现金等价物净增加额为-4.39亿元。

公司注册地址：福州市仓山区金山街道葛屿路12号融信8A25#楼3层01商业；法定代表人：吴剑。

二、本次公司债券概况

1. 本次公司债券概况

本次债券名称为“融信（福建）投资集团有限公司 2015 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券面向合格投资者公开发行，发行规模为不超过 25 亿元（含 25 亿元），采取簿记建档方式分期发行，自证监会核准发行之日起 12 个月完成首期发行，首期基础发行规模为人民币 10 亿元，可超额配售不超过人民币 15 亿元，剩余额度自中国证监会核准发行之日起 24 个月内发行完毕，本次发行的债券期限不超过 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息，不计复利，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。本次债券票面利率由公司的主承销商根据网下利率询价情况协商确定，并根据询价结果进行配售。

2. 本次公司债券募集资金用途

本次债券发行募集资金将全部用于偿还金融机构借款。

三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售，属房地产行业。

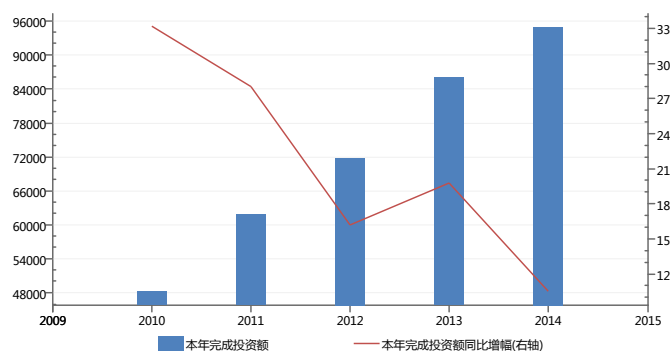
1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年国际金融危机爆发前，受到政策严厉调控的影响，房地产市场表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其

是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷。同年9~11月，一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012年，受上年行业持续低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.19%，增速较2011年放缓11.86个百分点；商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度有所回升，2013年，全国房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的回调或波动态势，并逐步进入平稳、理性增长的新时期，具体情况如下图所示。

图2 2010~2014年我国房地产开发投资及其同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

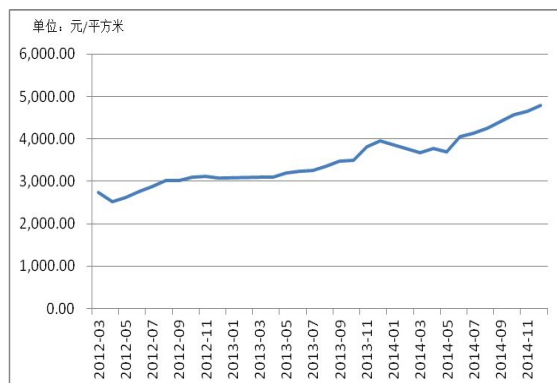
土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年，受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

根据国家统计局数据，2014年，房地产开发企业土地购置面积33,383万平方米，比上年下降14.0%；土地成交价款10,020亿元，增长1.0%。从土地成交价格来看，进入2014年土地成交均价呈

增长态势，尤其是进入下半年，土地成交均价快速增长，具体情况如下图所示。

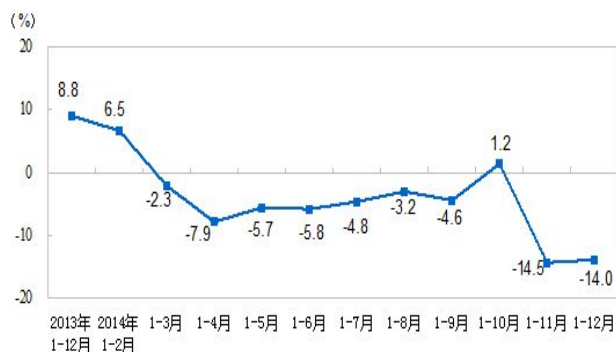
图3 全国40大中城市土地成交均价月变动情况



资料来源: Wind 资讯

2014年以来,受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌,各地土地出让情况出现恶化,土地购置面积增速大部分月份均处于负增长态势,具体情况如下图所示。

图4 全国房地产开发企业土地购置面积增速



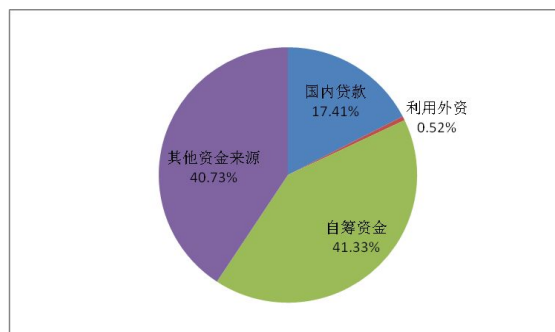
资料来源: Wind 资讯

总体看,土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素,近年受宏观调控和市场供需影响,土地价格有所波动,但整体保持在较高水平。

(2) 开发资金来源状况

2009年以来,房地产行业资金来源呈快速增长态势,2009~2013年平均增速22.26%,进入2014年,受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响,房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势,首次出现负增长。据国家统计局数据显示,2014年房地产开发企业本年资金来源121,991亿元,比上年减少0.1%,增速较上年下降26.6个百分点,其中,国内贷款21,243亿元,比上年增长8.0%;利用外资639亿元,增长19.7%;自筹资金50,420亿元,增长6.3%;其他资金49,690亿元,较上年减少8.8%,具体情况如下图所示。

图 5 2014 年房地产行业资金来源构成



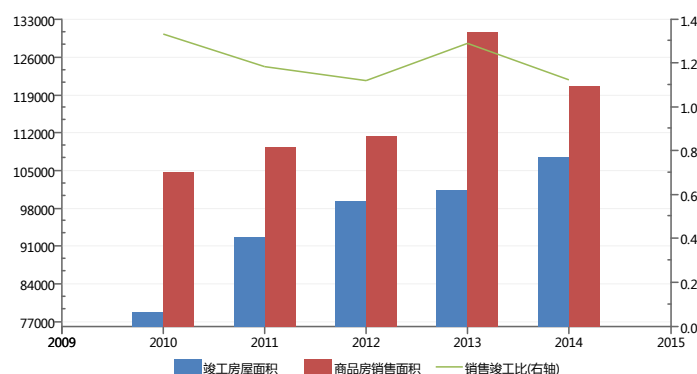
资料来源：国家统计局

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。2013年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图 6 2008~2014 年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定

程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点。但2015年以来，住宅销售价格正在逐渐提高，具体情况如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：元）

资料来源：Wind 资讯

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势出现波动，未来房价走势仍待进一步观察。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2014年以来，行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到16.92%和22.79%，分别提高了3.65个和4.54个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到8.79%和13.65%，分别提高了0.65和0.74个百分点，具体情况见下表。

表1 2010~2014 年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，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，万科、恒大等传统优势房企，稳居

行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

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。

4. 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。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2011年以来主要的房地产调控政策如下表所示。

表 3 2011 年至今主要房地产调控政策汇总

年份	调控政策
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

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。2014年3月，李克强总理在政府工作报告中提出“分类施策、分城施策”的概念后，各地区相继正式发文“开放限购”，截至2014年末，全国46个限购城市中，仅剩北上广深四个一线城市四个城市仍在执行限购政策。2014年9月30日央行、银监会发布“央四条”，不仅重申首套房利率折扣下限为7折，而且在二套房的认定上提出，对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房时，银行业金融机构执行首套房贷款政策，这意味着伴随着中国房地产市场调控多年的“限贷”政策全面取消。

进入2015年，国家房地产调控政策相继出台。2月28日，央行决定自2015年3月1日起，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%，一年期存款基准利率下调0.25个百分点，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍。3月30日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付款比例调整为不低于40%；个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。6月28日，人民银行再次下调存贷款利率各0.25个百分点，同时定向降准。至此，一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。一系列相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。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。在目前国家政策依然支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预计房地产市场仍将保持平稳健康发展。

5. 行业关注

房地产行业处于调整周期，行业风险加大

作为资金密集、高杠杆行业，房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这也是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有

所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。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。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化和融资成本等不确定性风险，土地储备质量以及资金成本的控制成为房地产行业的关键竞争力。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

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，过去房地产开发企业基于囤地—融资—捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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，这必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。

总体看，在未来一段时期，房地产行业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。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

房地产一级开发资质

公司具有国家一级房地产开发资质。目前，公司在福州、漳州、厦门、上海、杭州等地已累计取得土地超5,000亩，总投资额超1,000亿元。2013年至今，公司在华东区域投资超过200亿元，初步实现“立足海西、迈向全国”的发展战略。其中，联合绿地集团合作开发了包括上海徐泾会展中心等地块，确立了华东区域的大战略布局。

目前，公司在上海、杭州的“融信铂湾”、“融信蓝孔雀”、“法兰西世家”、“融信杭州公馆”、“融信绿地国际”、“虹桥世界中心”等项目已陆续公开出售。此外，在华东区域，公司未来还将引入5座以上国际五星级酒店。

截至2015年9月底，公司共有在建项目（含公司未纳入合并报表范围的合营及联营公司所持项目）21个，其中7个位于福州、1个位于厦门、6个位于漳州、4个位于上海、3个位于杭州，在建项目中9个为公司与其他开发商共同开发。公司土地储备总建筑面积为677.24万平方米，尚未获得土地使用权证但已订立土地出让合同及正在申请相关土地使用权证的总估计建筑面积约171万平方米；截至2015年9月底，公司土地储备总建筑面积中包含96万平方米安置房工程，其中37万平方米安置房在建，59万平方米安置房尚未开工建设。

地域优势突出，品牌影响显著

福州是公司的发源地。公司在福州区域开发的项目（含公司未纳入合并报表范围的合营及联营公司所持项目）包括：“融信大卫城”、“融信澜郡”、“融信白宫”、“融信后海”、“融信双杭城”、“融信大卫城（平潭）”、“融信上江城”、“世欧上江城”、“世欧澜山”、“世欧王庄”、“西海岸”；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”等明星楼盘。公司在福建地区知名度和品牌影响力高。

公司先后获得超过30个国家级荣誉，近年来连续入选各项权威榜单，包括2013~2014年中国地产品牌价值50强、2014年中国民营企业500强、2014年中国服务业企业500强、2014年中国民营企业服务业100强等；2013年12月，融信商标还获评“福建省著名商标”、“福州市知名商标”。根据中国房地产及住宅研究会、中国房地产业协会及中国房地产测评中心联合编撰的“2015中国房地产50强”，以规模、风险管理、盈利能力、增长潜力、经营业绩、创新及社会责任计等标准来衡量，公司位列第33位，连续三年入选中国地产50强。

产品定位明确，产品类型日渐丰富

公司专注于大海峡西岸经济区¹内城市及经挑选的一二线城市的住宅物业开发，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。同时，为了拓展公司业务，提高公司收入，提升住宅的市场竞争力，公司也开始介入包括办公楼、零售商铺等在内的、纳入公司住宅物业或位于其外围的商业地产。

总体看，公司战略布局清晰，不断向华东区域扩展，并不断完善产品开发种类；作为福建省内驰名品牌，在区域内综合竞争实力较强。

2. 人员素质

截至2015年9月底，公司董事、监事及高级管理人员共计7人，相关人员均具备多年从业经

¹ 海峡西岸经济区是以创业及经济增长闻名的福建省沿海地区为中心的地区。

验。

公司董事长兼行政总裁欧宗洪先生，1969 年出生，2003 年成立融信集团（前称“福建融信房地产开发有限公司”），为公司创始人。欧宗洪自 2003 年 9 月至今担任本公司董事，自 2007 年 8 月至 2012 年 5 月、2014 年 6 月至今担任公司董事长。欧宗洪于 1995 年 8 月 1 日成立莆田交通工程有限公司，从事高速公路建设；2000 年 4 月 20 日，开始从事房地产相关业务并成立莆田市交通房地产开发有限公司。

公司副总裁兼经理吴剑先生，1970 年出生，自 2007 年 8 月起出任本公司董事，2012 年 5 月至 2014 年 6 月担任本公司董事长，自 2014 年 6 月至今担任本公司经理并自 2012 年 1 月出任本公司副总裁。吴剑于 2004 年 3 月加入公司，先后于 2004 年 3 月出任融信集团副总经理、2009 年 4 月出任世欧房地产副总经理、2010 年 12 月出任融信集团总经理。在加入公司之前，吴剑于 1994 年 4 月至 2004 年 5 月受雇于福州市建筑设计院，历任工程师、主管工程师及副总工程师。

截至 2015 年 9 月底，公司员工总数 761 人。从职务上看，生产人员 123 人，占员工总数的 16.16%；销售人员 322 人，占员工总数的 42.32%；技术人员 116 人，占员工总数的 15.24%；财务人员 80 人，占员工总数的 10.51%；行政人员 120 人，占员工总数的 15.77%。从学历上看，大学本科及以上学历 363 人，占员工总数的 47.70%；大学专科学历 211 人，占员工总数的 27.73%；大专以下学历 187 人，占员工总数的 24.57%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

3. 外部环境

福州市为公司始建地，亦是公司房地产行业的基地；同时，上海、杭州作为公司的重点发展业务区域，也是公司房地产收入的重要构成部分。

福州市为福建省的省会，位于我国东南部，面向台湾海峡。福州市是海峡西岸经济区政治、经济和文化中心，土地总面积约为 11,968 百万平方米，涵盖五个城区包括鼓楼区、台江区、仓山区、马尾区及晋安区。根据福州市统计局的资料，截至 2014 年底，福州市人口约为 740 万人，名义 GDP 达 5,169 亿元，人均 GDP 为 64,045 元。

福州房地产市场较为活跃，经历了快速发展期。2009~2014 年，福州房地产投资由 362 亿增长至 1,455 亿，年均复合增长 32.1%。但是，随着我国进入新常态，福州楼市成交减弱，进入高位盘整期。2014 年福州市已售商品房总建筑面积约 970 万平方米，较 2013 年减少约 290 万平方米；商品房供应面积 584.73 万平方米，环比上扬 33.5%，成交面积 333.81 万平方米，环比下跌 13.6%，成交总额 536.64 亿元，环比下跌 14.6%，商品房供求比为 1.75:1，供大于求。

2014 年下半年，福州市政府颁布新政策以放宽之前推出的若干限制性政策，包括取消市级限购措施；废除就购买住宅物业而签约（网签）、贷款、产权登记等手续时提供一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的规定；偿清购房贷款后，再次申请贷款购房者，按首贷认定；金融机构在贷款首付比例和利率方面按照政策规定的低限执行等。

杭州市随着经济的发展，居民的可支配收入稳步提高。2014 年，杭州市全市居民人均可支配收入 39,237 元，增长 9.7%，扣除价格因素，实际增长 7.5%，其中城镇常住居民人均可支配收入 44,632 元，增长 9.1%，农村常住居民人均可支配收入 23,555 元，增长 11.1%，扣除价格因素，实际分别增长 7%和 8.9%。房地产业方面，2014 年杭州市完成房地产开发投资 2,301.08 亿元，比上年增长 24.2%。房屋施工面积 10,504.80 万平方米，增长 12.6%；竣工面积 1,501.64 万平方米，增

长 28.1%。全年商品房销售面积 1,121.13 万平方米，下降 1.6%，其中住宅销售 950.73 万平方米，下降 1.9%。

上海市 2014 年房地产开发投资 3,206.48 亿元，比上年增长 13.7%，增速较上年回落 4.7 个百分点。从全年走势看，投资增速呈现前三季度个位数增长，四季度达到两位数。全年房地产开发投资占全社会固定资产投资比重上升，达 53.3%，分别比 2013 年和 2012 年高出 3.4 个和 8 个百分点。2014 年，上海市房屋新开工面积 2,782.02 万平方米，比上年增长 2.8%。其中，住宅 1,547.29 万平方米，下降 5.8%；非住宅 1,234.73 万平方米，增长 16.2%。2014 年，上海市房屋竣工面积 2,313.29 万平方米，比上年增长 2.6%。其中，住宅 1,535.55 万平方米，增长 8.3%。

总体看，福州房地产市场处于供过于求的状态，当地政府开始放宽限制政策，有利于当地房地产市场的发展；华东地区作为新的发展区域，当地房地产供不应求，销售前景较好。

五、管理体制

1. 治理结构

作为法人独资公司，公司建立了较为完善的法人治理结构。公司设董事会，董事会成员 3 人，任期三年，其中董事长 1 人，执行董事 2 人，董事会负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案等重大事项；公司不设监事会，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；公司高级管理人员主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司法人治理结构相对简单，符合法律要求，公司运作较为规范，能满足公司正常经营。

2. 管理体制

截至 2015 年 9 月底，公司设有审计法务中心、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、证券中心、酒店商业建设及管理中心、设计研发中心共计 9 个业务职能部门，拥有控股子公司 23 家，联营或合营企业 6 家。公司下属各部门职能划分明确，管理制度完善，执行情况较好。

财务管理方面，公司制定了详细的管理制度。作为全面预算管理的重要组成，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，公司制定了严格的管理制度，由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，公司制定了规范的员工聘用、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。

总体看，公司职能部门齐全，内部管理制度较完善，实际运行情况良好。

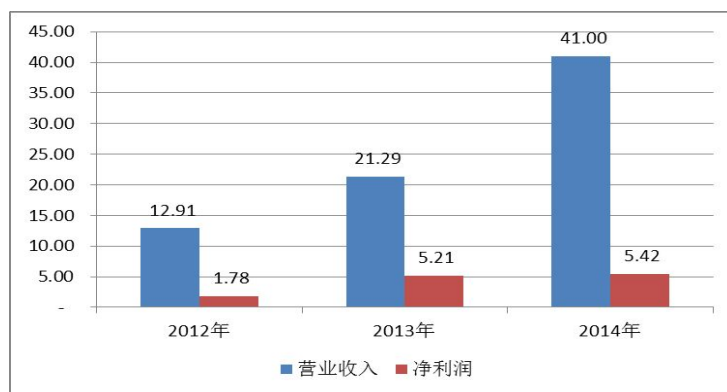
六、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为房地产开发销售。近三年来，公司房地产开发销售板块一直保持较大的收入规模，毛利率较高，公司主营业务收入占比在 99.98%以上，主营业务突出且稳定。

公司近三年营业收入、净利润及其增长变动情况如下图所示，2012~2014 年公司营业规模迅速扩大，营业收入年均复合增长率为 78.19%，呈现逐年快速增长的趋势；同期，净利润的复合增长率为 74.68%。2014 年，公司实现营业收入 41.00 亿元，较上年上涨 92.54%，主要系公司前期预售的开发产品已完工验收，由预售结转至收入所致；而净利润较上年增加 3.93%，主要系营业成本受人工、地价等拉动较快增长所致。

图 8 公司近三年营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从主营业务来看，公司主营业务为房地产，该板块占主营业务收入的 100%。2012~2014 年，公司主营业务收入规模呈现较快增长态势，年均复合增长率为 78.18%，2014 年实现主营业务收入 40.99 亿元，较上年增加 92.55%，主要系前期预售产品完工结转收入所致；公司近三年主营业务毛利率分别为 30.00%、41.29%和 33.52%，存在一定波动，主要系 2013 年公司房地产项目结转收入快速增长所致。

2015 年 1~9 月，公司未纳入合并报表范围合营公司的营业收入来源开始拓宽，世欧广场自 2015 年开始产生租金收入，2015 年 1~9 月，租金收入 0.53 亿元。

总体看，公司主营业务十分突出，近三年收入增长较快，毛利率呈现波动增长趋势，并且随着公司未纳入合并报表范围的合营公司在 2015 年自持物业产生租金收入，能够补充公司收入来源；此外，随着公司在建酒店 2016 年及 2017 年的完工投入运营，公司收入来源将继续拓宽。

2. 房地产开发

公司房地产开发过程的主要阶段包括选址、收购土地、融资、项目设计、采购及建设、质量控制、销售及营销和交付及售后客户服务等，其中土地收购、建设施工和房产销售是影响收入和利润规模最为重要的环节。

公司房地产开发成本主要包括土地成本、前期费用（包括前期设计费、报批报建费用等）、建安成本（建筑成本费）、相关配套设施成本（景观绿化）、开发解决成本（含税费、利息费用等财

务成本)和基建费(含管理费用、销售费用),其中前期费用和建安成本占比较高。公司采取多种措施以控制成本。首先,公司通过深入战略分析,结合当地同类房地产项目售价以测算土地的合理成本,并据此来控制拿地成本;其次,公司严控前期设计,通过标准化的评审,控制公司的建安成本;最后,公司通过和金融机构以及和房企的项目合作等外部合作的方式降低资金成本。其中,和金融机构的合作目前以融资为主;和合作房企的合作内容一般包括联合竞买土地、共同支付竞买保证金及土地价款、共同设立项目公司开发运营楼盘等,公司之间的强强联合、品牌效应也会对项目融资有所帮助,以下分析所涉及数据均按权益比例计算。

(1) 土地储备

从土地储备策略来看,公司结合自身品牌形象和品牌定位,重点挑选海峡西岸经济区内的区域枢纽以及国内一二线城市内的优越地段。公司对土地进行评估的要素包括但不限于:土地规模及价格;城市发展前景;增值潜力;交通基建;经济环境及地盘的物理及地质特点;历史特色及自然资源;地方分区规划;中央及地区政府的工业政策及发展策略。从土地储备的区域来看,公司土地储备相对集中于福州、闽南以及华东地区。

从土地储备的内部执行流程看,每年年初公司会根据对当年房地产市场的预判以及每年开发量等制定当年的土地储备政策和规划,各个部门统一协调共同制定,最终报送公司 OA 系统;选址流程由专门的选址团队主导,主要由高级管理层成员组成;投资开发中心负责挖掘潜在项目、进行市场调查及初步筛选,形成初步的可行性研究报告并上报公司;可行性研究报告递交财务管理中心进行测算并交由战略投资及管理委员会审核由董事会最终审批,并形成决议,对土地获取价格、项目预计售价、开发成本等各方面形成框架性的要求;决议形成后,区域公司和地区子公司在该框架下参与土地竞拍。

从土地获取方式来看,公司主要是通过三种方式获取:参与政府组织的招标、拍卖及挂牌出让;与第三方房地产开发商合作收购及开发;收购与地方政府订有出让合同的第三方房地产开发商的股权。其中,招拍挂是公司获取土地的主要方式。

从土地出让金的支付来看,一般为出示招标公告的时候缴纳 10%的保证金,中标签订合同缴纳 40%,完成交付土地时支付 50%。

从土地储备资金投入来看,由于公司并不刻意追求规模扩张,公司土地储备规模保持稳健水平,变化节奏主要取决于土地价格和项目质量,以满足公司未来几年开发需求为主。从近三年公司土地储备的资金投入情况来看,2014 年土地购置面积下降但购地支出较 2013 年变化不大,主要系 2014 年购置上海 4 个地块以及福州中心城区 1 个地块所致。2015 年以来,公司未新增土地储备,主要是公司从战略角度出发,降低土地储备投入力度所致。

从土地储备购置面积来看,截至 2014 年末,公司土地储备面积(含公司未纳入合并报表范围的合营及联营公司所持项目,合营、联营项目按权益占比计算)约 187.49 万平方米,具体情况如下表所示。公司近三年土地购置面积有所波动,2013 年由于销售情况良好导致公司土地购买规模较 2012 年明显上升;2014 年,公司实际购置土地面积 52.84 万平米,对应建筑面积 202.29 万平米,分别较上年下降了 26.28%和 6.65%,出现此变化主要系公司根据自身发展阶段以及全国房地产市场情况,有意降低土地购置规模所致。但整体看,公司土地储备仍属充足。

从 2015 年 9 月末公司土储的结构上看,由于 2014 年公司逐渐放慢土地购买进度,导致年末土地储备中 2014 年获取的土地购置面积为 52.84 万平方米,占 2015 年 9 月末土地储备的 28.18%;2013 年获得的土地购置面积占比较高,占比为 38.23%。从公司土地储备的价格情况来看,根据公司提供的数据,近三年公司土地储备楼面地价逐年上涨,主要受近三年获取土地位置和单价影响

较大所致。但相比于城市均价水平，公司土地储备价格处于合理水平。

表 4 截至 2015 年 9 月末公司土地储备获取时间分布情况（单位：万平方米）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月	2015 年 9 月末合计
土地储备	39.32	71.68	52.84	0.00	187.49
土地储备占比	20.97%	38.23%	28.18%	0.00	100%
购地支出（万元）	246,126	1,036,043	1,088,635	0.00	2,694,318
购地支出占比	9.14%	38.45%	40.40%	0.00	100%
土地单价（元）	5,932.3	13,349.3	20,196.1	0.00	13,902.1
楼面单价（元）	2,161.6	5,515.8	6,432.2	0.00	4,668.3

资料来源：公司提供

注：本表数据依据 2015 年 11 月 19 日公司提供的最新数据。

从公司土地储备的区域分布来看，公司土地储备主要集中于二线城市，并且正在向一线城市扩张，具体情况如下表所示。截至 2015 年 9 月末，公司共拥有 25 个项目的土地储备（含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目），以面积（合营、联营项目按权益占比计算）计算，一线城市土地储备占 20.23%，二线城市土地储备占 54.04%，三线及以下城市土地储备占 25.73%。从土地储备的均价来看，公司一线地区平均楼面价 11,331.7 元/m²，二线城市平均楼面价 3,966.3 元/m²，三线地区平均楼面价 1,843.0 元/m²。公司在一二三线城市土地储备价格均处于合理水平。总体上公司土地储备以一二线城市为主，质量较好，价格合理。

表 5 截至 2015 年 9 月末公司土地储备情况（单位：个、万平方米、元）

城市类型	一线城市	二线城市	三线城市	总计
项目数量	10	8	7	25
土地储备面积	37.92	101.32	48.25	187.49
土地储备面积占比	20.23%	54.04%	25.73%	100%
土地储备均价（楼面价）	11,331.7	3,966.3	1,843.0	4,668.3

资料来源：公司提供

注：1、含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目，合营、联营项目按照权益占比计算。不包含交房项目。其中一线城市为上海和杭州；二线城市为厦门和福州；三线城市为漳州。

2、本表数据依据 2015 年 11 月 19 日公司提供的最新数据。

总体看，公司土地储备规模较大，以二线城市为主，土地储备区域分布较为合理，土地储备质量较高；近年来由于公司策略变化，土地储备量有所放缓，但仍能够满足未来几年开发需求。

（2）土建招标和采购

土建招标

土建招标由于该等供应商主要提供建造服务，公司并不直接管理供应商的内部流程，因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

公司选择实力较强的承包商进行合作。首先，公司会对潜在承包商进行尽职调查，如核查其资质及在现场监督其办公室和物业项目，只有通过尽职调查的承包商才有资格参加招标。其次，公司对招标过程进行严格管理，按照权限划分，一般是集团的成本管理中心和区域公司相结合，区域公司竞标主要是执行不少于 5 家的独立队伍竞标（优先考察资质好且有良好合作关系的施工承包商），并通过独立渠道完成；若超过区域公司的权限，需上报集团公司审批，同时集团公司派遣人员参与竞标流程。最后，公司通过综合考察承包商的专业资格、技术能力、行业声誉、以往

记录和投标报价来确认最终结果。

从工程造价管理来看，公司依据各地区历史项目数据，并参考周边地区相应的施工造价情况，能够较为准确的确定公司的合理造价范围。公司依据该造价范围与建设方沟通，确定最终工程价格，并签订包干协议。建设方依据工程造价控制自身成本，一般情况下不会出现因建设方原因的成本上调。

从工程结算方式来看，公司一般采用总价包干和单价包干，但由于总价包干对于双方履约可控度高而且能够省去结算时间，因此总价包干的采用比例更高。

从工程款的支付来看，根据与施工承包商签订的协议，公司按照施工进度分阶段向承包商付款，根据有关合同约定条款，各阶段付款比例因项目而有所不同，并且一般保留 3~5% 的工程款作为质保金，质保期一般为 1~5 年。

经过多年经营，公司积累了较多的土建承包商的资源，目前公司与全国多家建筑企业合作。工程结算方面，公司与施工承包商采用按照合同协议进行结算。截至 2014 年末，公司前五名建筑承包商占建筑发包量的 62.86%，集中度较高，具体情况如下表所示。

表 6 2014 年度公司建筑承包商集中度情况（单位：亿元、%）

年份	建筑承包商名称	发包金额	占当期同类发包量比重
2014 年	福建六建集团有限公司	5.93	27.13%
	福建十建建设有限公司	3.55	16.24%
	鑫泰建设集团有限公司海沧分公司	1.85	8.45%
	中国建筑第六工程局有限公司	1.64	7.52%
	中建海峡建设发展有限公司	0.77	3.51%
合计		13.74	62.86%

资料来源：公司提供

注：此处统计范围为总包，发包金额是指当年实际支出。

公司将采购主要分为建筑原材料和设备两部分，其中，建筑原材料和部分设备采购直接由施工承包商完成；部分设备采购采用集团战略采购（共性采购）、区域集中采购和区域公司分散采购相结合的采购模式。

建筑原材料采购

建筑原材料主要是指钢材和混凝土，由施工承包商负责采购。关于大额且周期长的建筑合约，公司一般会与承包商进行讨论，如该商品市场价格出现波动（通常为 3% 至 10%），公司将会调整施工费用，因此公司承担与该商品价格波动有关的部分风险。

建筑原材料采购由于公司并不直接进行采购，因此公司主要通过管理施工承包商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制建筑原材料的采购质量。

为了严格规范建筑原材料的采购，公司除了严格控制施工承包商的招标标准和流程，同时也严格挑选长期合作的施工承包商，如福建六建建设集团有限公司、中国建筑第六工程局有限公司。公司对长期合作的供应商选择标准如下：一、施工项目当地知名度较高的施工承包商；二、公司内部的考察，包括施工承包商有无项目成功案例以及相关的人员素质情况。

原材料供应商的筛选、管理、考核和淘汰，公司采用于上述土建供应商类似的模式。

设备采购

公司对设备的采购主要采用两种方式：对于公司认为重要或者具有高价值（如升降机）的设备，公司一般直接进行采购；对于公司认为重要程度较低的设备（如通风系统及控制柜），公司一

般交由施工承包商进行采购，并将采购费用计入承包费。

对于公司直接采购的设备，公司采用集团战略采购（共性采购）、区域集中采购和区域公司分散采购相结合的采购模式。

从具体流程来看，首先，由公司本部根据建设计划确定采购规模；其次，公司的原材料采购均采取招标方式进行，由公司本部或者区域公司组织原材料采购招标；最后，进行采购的验收和付款。

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，形成了各种主要材料的价格指导区间，能够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。供货价格每年根据行情进行调整。

表 7 2014 年度公司设备供应商集中度情况（单位：万元、%）

年份	设备供应商名称	采购金额	占当期同类发包量比重
2014 年	福州同顺和贸易有限公司	1,875.90	37.88
	福建兴同达实业有限公司	953.28	19.25
	蒂森电梯有限公司	275.35	5.56
	通力电梯有限公司	367.86	7.43
	福建省广电智能系统集成工贸有限公司	157.18	19.09
合计		3,629.57	89.21

资料来源：公司提供

对于交由施工承包商采购的设备，采购遵循“甲指乙供”的原则，即由公司划定一定品牌范围交由施工承包商采购。

对于指定品牌的选择，公司坚持市场好评度高的大品牌，并将使用过的指定采购品牌纳入公司品牌库；对于质量不过关的品牌，公司会将其列入黑名单，不再使用。公司通过严格的品牌选择和控制，保证了采购的质量。

整体看，公司采用施工承包商采购为主的采购模式，公司对施工承包商和设备供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，公司对采购成本具有较强的控制能力。

（3）项目建设开发

公司采用总公司、地区公司、项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以地区公司作为经营实体。

公司对工程建设进度进行严密计划，每个项目在获取时就已经制定了项目周期的完整开发和销售计划。每年年初公司依据项目计划和预计销售进度将当年建设目标按照区域和项目公司进行分解，并落实到每个项目的开发进度；公司各个部门配合建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度；地区公司定期汇报现有项目的建设、销售等情况，动态调整建设计划，以适应市场变化；财务资金中心进行季度滚动调整，来不断修正年度资金计划，减少资金占压的情况。

从建安费用的支付来看，公司通常根据项目工程进度进行月度支付，竣工验收前支付款项不超过 80%，项目决算后一般付满 97%的款项，剩余 3%作为工程质保金。

从质量的内部控制来看，公司下属工程公司对工程质量进行管控，各个地区公司的工程人员负责所在项目工程质量的日常管理，工程公司和区域公司定期或不定期对工程质量进行抽查、巡检，发现材料质量问题或者工程施工质量问题，直接向材料供应商或工程承包商反馈，要求其整改；从质量的外部控制来看，地区公司选择优秀的施工队伍、挑选具有实际项目管理能力的施工

项目团队（每个项目都有独立的质检员）、优选自带设备的作业班组以及聘用排名靠前的第三方监理。通过内部和外部同时管控，公司的项目能够达到有效的质量控制。

从公司房地产开发建设情况来看，近三年公司业务拓展较快，年度新开工项目和新开工面积逐年提升。2013 年由于销售情况良好，公司 2014 年内新开工面积（公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目，合营、联营项目按权益占比计算，下同）238.81 万平方米；由于 2013 年新开工面积增加较快，导致当年末在建面积增加至 334.97 万平方米，2014 年末公司在建面积达到 445.67 万平方米，较 2013 年末有所提升；同样受到 2013 年开工面积大幅增加的影响，2014 年末公司竣工面积 79.74 万平方米，较 2013 年末增加 374.08%，较高的竣工面积主要系公司新增在上海、杭州等城市项目竣工所致，具体情况如下表所示。

表8 近三年公司项目开发情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
新开工项目数（个）	3	4	12
新开工面积（万平方米）	68.36	115.71	238.81
竣工项目数（个）	1	1	3
竣工面积（万平方米）	21.59	16.82	79.74
期末在建项目数（个）	5	9	18
期末在建面积（万平方米）	214.5	313.39	472.46

资料来源：公司提供

注：公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目，合营、联营项目按权益占比计算。

从公司房地产在建项目情况来看，公司截至 2014 年底共计 19 个在建地产项目（公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目），已售面积达 209.23 万平方米，可供出售面积达 438.92 万平方米，具体情况见下表。

表9 截至2014年底公司在建地产项目基本情况（单位：万平方米、%）

序号	项目名称	开工时间	项目地点	开发进度	总建筑面积	总可售面积	已售面积	可供出售面积
1	澜郡	2012 年 3 月	福州	95%	23.20	19.25	18.91	0.34
2	后海	2014 年 7 月	福州	67.85%	16.60	9.97	5.32	4.65
3	白宫	2013 年 3 月	福州	74.69%	40.74	36.18	10.02	26.16
4	平潭大卫城	2013 年 8 月	福州	52.68%	42.69	39.98	12.85	27.13
5	西海岸	2013 年 2 月	福州	65.14%	43.45	42.36	23.90	18.46
6	世欧王庄	2011 年 1 月	福州	90.60%	217.03	74.95	43.76	31.19
7	世欧澜山	2010 年 9 月	福州	91.95%	16.88	16.39	12.72	3.67
8	海上城	2012 年 11 月	厦门	57.70%	43.63	31.17	16.02	15.15
9	澜园	2011 年 4 月	漳州	98.76%	25.54	29.24	28.56	0.68
10	未来城	2014 年 5 月	漳州	63.51%	11.66	14.67	2.31	12.37
11	又一城	2014 年 2 月	漳州	46.35%	27.39	24.15	3.91	20.25
12	一品江山	2014 年 10 月	漳州	52.48%	31.62	29.91	1.57	28.34
13	漳州万科城	2014 年 4 月	漳州	31.62%	117.24	77.30	14.45	62.84
14	铂湾	2013 年 12 月	上海	80.75%	20.38	16.02	2.84	13.17
15	虹桥世界中心	2014 年 11 月	上海	41.04%	82.21	42.74	1.38	41.36
16	法兰西世家	2014 年 7 月	上海	75.80%	17.49	13.25	6.84	6.41
17	蓝孔雀 74#	2014 年 8 月	杭州	75.12%	12.42	12.07	2.27	9.80
18	双杭城	2014 年 9 月	福州	25.42%	103.12	101.29	1.62	99.67
19	学院名筑	2014 年 12 月	漳州	48.89%	18.07	17.26	0	17.26
合计					911.36	648.15	209.23	438.92

资料来源：公司提供

注：含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目。

从公司在建项目的预计投入情况看，截至 2014 年末公司在建项目预计总投资 776.21 亿元，已完成投资 441.17 亿元，在建项目预计需要投资 335.04 亿元，按照权益占比公司尚需投资 231.21 亿元，具体情况见下表。

表10 截至2014年底公司在建项目投资情况（单位：万元）

序号	项目名称	权益占比	累计已投资	预计项目总投资	尚需投资
1	澜郡	100%	280,952	307,505	26,553
2	后海	100%	109,644	154,000	44,356
3	白宫	91%	201,898	310,000	108,102
4	平潭大卫城	51%	125,757	273,000	147,243
5	西海岸	50%	140,411	215,545	75,134
6	世欧王庄	50%	1,192,643	1,372,168	179,525
7	世欧澜山	50%	175,517	187,022	11,505
7	海上城	100%	240,222	428,000	187,778
9	澜园	100%	147,032	148,885	1,853
10	未来城	100%	46,589	80,000	33,411
11	又一城	100%	64,483	154,000	89,517
12	一品江山	50%	85,408	162,747	77,339
13	漳州万科城	20%	171,521	542,378	370,857
14	铂湾	51%	210,426	337,000	126,574
15	虹桥世界中心	50%	553,234	1,347,990	794,756
16	法兰西世家	50%	179,342	236,590	57,248
17	蓝孔雀 74#	100%	143,698	211,303	67,605
18	双杭城	100%	282,737	1,146,000	863,263
19	学院名筑	100%	60,138	148,000	87,862
合 计			4,411,652	7,762,133	3,350,481

资料来源：公司提供

注：1、公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目。

2、本表数据依据2015年11月19日公司提供的最新数据。

总体看，公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大。

（4）房产销售情况

公司主要收入来源于福州，地域优势明显。公司近三年营业收入区域情况见下表。

表11 2012~2014年公司分地区营业收入情况（单位：万元）

2012 年		2013 年		2014 年	
地区	金额	地区	金额	地区	金额
福州	129,113	福州	212,890	福州	409,923
厦门	0.00	厦门	0.00	厦门	0.00
漳州	0.00	漳州	0.00	漳州	0.00
上海	0.00	上海	0.00	上海	0.00
杭州	0.00	杭州	0.00	杭州	0.00
合计	129,113	合计	212,890	合计	409,923

资料来源：公司提供

注：本表数据依据2015年11月19日公司提供的最新数据。

从销售模式来看，公司下辖项目的销售以直销为主但会根据项目的具体情况聘请专业的第三方销售团队。销售开始前，项目公司的销售和营销部门根据当地市场信息制定预先推广、销售和定价计划，报集团审批；根据实际情况，公司会聘请专业的物业销售代理及广告设计代理协助销售活动。营销活动的推广渠道主要包括报纸、电视、广播、互联网、广告牌、杂志及手机短信等；

项目通常在项目竣工前、获得必要许可证照后开始预售，预售根据营销策略和计划分阶段进行。

从销售计划的制定和考核来看，公司年初会依据可售面积、可售金额、公司战略以及市场情况制定年度销售计划，并按照月度分解落实到区域公司，区域公司再将销售计划分解至各个项目公司，形成全年的考核计划，但是会根据实际情况进行季度性的修正。公司考核区域公司的销售进度情况，区域公司对各地区公司的销售情况进行监督考核。

从销售价格来看，公司参考周边对标项目价格、成本利润率目标及市场行情走势等因素确定楼盘销售价格，但由于工程质量成本略高，一般较周边楼盘略有溢价，体现了公司品牌价值和产品定位。

从销售手段来看，公司针对不同地理位置的项目采取不同的销售手段。对于一二线的中心城市公司以关注利润为主，很少采用降价促销等方式加快楼盘回款，而是在蓄客阶段做好充分准备，通过提升项目内在质量和客户品牌认同度的方式提升销售速度；对于三四线城市公司以高周转率为目标，通过一定程度的促销来加快公司楼盘去化速度。目前，公司在积极开拓华东等区域的市场，针对新市场的品牌推广，首先，制定清晰显著的定位特征；其次，与当地主流媒体和业内同行积极交流；最后，通过举办演唱会等吸引潜在客户的方式进行推广，同时展示样板房。

从公司近三年销售情况看，公司销售面积呈现上升态势，2014 年实现签约销售面积（含公司未纳入合并报表范围的合营及联营公司所持项目，合营、联营项目按权益占比计算）78.41 万平方米，较 2013 年增加 63.52%，实现签约销售金额 95.98 亿元，较上年上升 24.70%，销售金额增幅低于销售面积增幅，主要系 2014 年签约销售均价有所下降所致。从签约销售价格上看，公司项目定位高端，销售均价较同行业同地区内相比比较高，近三年每平方米销售均价均保持在万元以上，但 2014 年因公司在漳州一处楼盘交房、漳州属于三线城市均价较低，公司当年签约销售均价较 2013 年小幅下降至 1.22 万元/平方米，具体情况如下表所示。

表12 公司近三年一期销售概况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
达预售项目（累计数、个）	7	10	20	30
签约销售面积（万平方米）	32.95	47.95	78.41	52.24
签约销售金额（亿元）	46.63	76.97	95.98	84.90
签约销售均价（万元/平方米）	1.42	1.61	1.22	1.63
结转收入面积（万平方米）	10.50	16.39	24.13	31.12
结转收入（亿元）	12.91	21.29	40.99	43.02

资料来源：公司提供

注：1、含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目，合营、联营项目按照权益占比计算。

2、本表数据依据2015年11月19日公司提供的最新数据。

从公司可售项目情况来看，公司可售项目规模较大，2015 年 9 月末合计尚余可售面积（含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目，合营、联营项目按权益占比计算）277.65 万平方米，能够满足公司未来一年的销售需求。从公司可售项目的区域分布看，大部分项目位于二线城市，占 2015 年 9 月末公司可售项目面积的 48.99%，具体情况如下表所示。

表13 截至2014年底公司分区域项目销售情况（单位：个，万平方米，%）

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
项目数量	10	13	7	30
2013 年销售面积	0	33.39	14.56	47.95
2014 年销售面积	2.32	68.95	7.14	78.41
2015 年 1~9 月销售面积	12.9	29.21	10.13	52.24
剩余可售面积	67.16	136.01	74.48	277.65
剩余可售面积占比	24.19%	48.99%	26.82%	100%

资料来源：公司提供

注：1、含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目，合营、联营项目按照权益占比计算。其中一线城市为上海和杭州；二线城市为厦门和福州；三线城市为漳州。

2、本表数据依据2015年11月19日公司提供的最新数据。

从公司提供的未来三年销售计划来看，未来三年公司将继续实行稳健进取的销售政策，逐步提升销售规模，预计未来销售回款能够保持上升趋势，具体情况如下表所示。

表14 公司预计未来三年销售及回款情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
预计签约销售面积（万平方米）	120.77	167.43	204.1
预计签约销售金额（亿元）	177.54	246.12	300
预计销售回款金额（亿元）	155.58	253.49	310

数据来源：公司提供

注：含合营、联营项目，合营、联营项目按权益比例占比计算，表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺。

（5）合作开发项目

和房地产企业的合作内容一般包括联合竞买土地、共同支付竞买保证金及土地价款、共同设立项目公司开发运营楼盘等。

公司合作开发项目共有 15 个，其中上海 7 个（6 个项目合作方为绿地集团，1 个项目合作方为福建欧氏建设发展有限公司）、福州 6 个（2 个项目合作方分别为阳光城集团股份有限公司、福建欧氏建设发展有限公司，另外 4 个项目合作方为福建正荣集团有限公司）、漳州 2 个（合作方分别为万科集团和厦门海沧投资集团有限公司）。

公司选择的合作对象均是实力相近、甚至更强的行业标杆（如绿地集团、万科集团等），公司之间的强强联合、品牌效应，有利于扩大规模、降低成本，实现共赢。

整体看，公司可售房源主要位于一二线城市，规模适当，销售前景较好；公司销售组织有序、管理得当、执行情况良好；预计未来销售量及回款将继续保持增长态势。

3. 其他业务

公司专注于一二线城市黄金地段的物业开发项目，部分集住宅、酒店、商业、零售或办公物业于一体。公司将全部住宅物业用作销售，将酒店及部门商业、零售及办公物业用作投资。

酒店运营

公司的酒店运营业务模式是公司作为酒店资产的业主与知名的专业酒店管理公司进行合作。在酒店建设期间与之合作的酒店管理公司全程参与酒店的设计与装修材料的选材，公司进行酒店的建设和装修，酒店竣工后酒店管理公司入驻运营。

目前，公司在建酒店两处，分别是厦门洲际华邑酒店和福州凯悦酒店，以上酒店均为国际五星级酒店，具体情况见下表。

表15 截至2014年底公司在建酒店情况表(单位: 万元、m²)

项目	白宫凯悦酒店	厦门华邑酒店
建筑面积	53,520.95	68,239.85
预计总投资	74,848.00	120,000.00
截止 2014 年年底已投	34,731	57,648
截止 2015 年 9 月底已投	51,243	76,246
预计开业时间	2016 年中旬	2016 年年底

数据来源: 公司提供

注: 本表数据依据2015年11月19日公司提供的最新数据。

总体看, 随着未来公司在建酒店的投入使用, 预计未来可以为公司酒店业务带来可观的收入。

投资物业(未纳入合并报表范围)

公司持有的投资性物业是公司开发的各楼盘预留的商铺, 以出租为主, 未来公司计划择机持有自行开发的高品质、升值潜力巨大的物业, 扩大投资性物业经营规模。截至 2015 年 9 月末, 公司通过合营公司持有已正式投入运营的商业物业 18.33 万平方米, 租金水平的确定是参考行业规范、同区域内现有购物中心的租金情况、地段、品牌等诸多因素。从投资物业的构成看, 目前只有一家世欧广场位于福州, 商铺出租率(已签正式租约)达到 95.11%; 从租金单价²来看, 世欧广场的租金水平大概在 130~220 元/m²/月之间; 从租金收入来看, 合营公司从 2015 年开始收取租金, 截至 2015 年 9 月底租金收入达到 0.53 亿元。具体情况如下表所示。

表16 公司未纳入合并报表范围合营公司持有已完工商业物业情况(单位: 万平方米, 亿元)

物业名称	位置	建筑面积	业态	入账成本	2015 年 1~9 月租金收入
世欧广场	福州	18.33	商铺	23.23	0.53

数据来源: 公司提供

从上述投资物业产生的收入来看, 预计随着物业规模增加以及相关配套成熟, 投资物业收入将会扩大。

总体看, 公司通过合营公司持有的已完工商业物业整体规模不大, 但通过出租投资性物业能够获得持续稳定的收益及现金流, 增加未来分红收入、对公司现金流形成有益的补充。

4. 经营效率

由于公司主营住宅地产销售, 应收账款规模较小, 因此应收账款周转率较高, 2014 年为 30.62 次; 公司存货规模较大, 导致存货周转率较低, 2014 年为 0.21 次; 受公司流动资产规模较大的影响, 公司 2014 年总资产周转率为 0.16 次。

从同行业比较来看, 公司存货周转率、资产周转率和应收账款周转率指标与主要房地产上市企业比较属中等水平, 经营效率尚可, 具体情况见下表。

表 17 2014 年主要房地产上市公司经营效率指标情况

证券简称	存货周转率(次)	应收账款周转率(次)	总资产周转率(次)
招商地产	0.30	597.69	0.30
卧龙地产	0.49	8.62	0.49
滨江集团	0.29	188.74	0.30
广宇集团	0.19	160.69	0.20
银亿股份	0.24	80.49	0.25
融信集团	0.21	30.62	0.16

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, 其中融信集团数据按照联合评级计算, 其他公司按照 Wind 资讯。

² 世欧王庄购物中心于 2014 年 12 月 31 日开业, 故按权责发生制, 截止 2014 年底并无收入。

总体来看，公司各项资产运营情况良好，整体经营效率属行业内中等水平。

5. 关联交易

近三年公司与关联方发生关联交易额分别为 872.70 万元、1,304.69 万元和 2,474.51 万元，全部是公司与融信（福建）物业管理有限公司产生物业管理服务所致，此类关联交易金额占比较低。其中，融信（福建）物业管理有限公司并非公司旗下的子公司，但公司董事长欧宗洪持有融信（福建）物业管理有限公司 52% 的股份，两者之间的业务往来与正常公司之间的交易往来无异，按照一般市场规则进行。

总体看，公司与关联方之间的业务往来按一般市场经营规则进行，交易定价按市场价格执行，且金额较小，对公司经营和财务独立性影响较小；公司与关联方之间的应收及应付款规模不大，属于日常经营往来，风险不大，但应关注由此对公司财务独立性带来的不利影响。

6. 经营关注

公司在积极保持主营业务房地产开发销售的主营业务的同时，积极扩展业务范围，逐渐加强酒店运营和投资物业的经营力度，需要关注的经营风险有以下几点：

（1）房地产政策调整。受制于近年来国家不断出台各种房地产业发展的政策，公司的房地产开发板块以商品房建设项目和回迁房建设为主，倘若未来国家对房地产行业的调控发生变化，将对公司的收益情况造成一定影响。

（2）业务向福建省外拓展，在新市场的业务开拓可能存在不确定性。公司目前业务正在向华东地区拓展，重点区域包括上海、杭州等，以上城市房地产市场竞争激烈，公司作为新进入者其经营业绩存在一定的不确定性。

（3）未来资金需求较大。从公司在建房地产项目的预计投入情况看，截至 2014 年末公司在建项目预计总投资 776.21 亿元，已完成投资 441.17 亿元，在建项目预计需要投资 335.04 亿元，按照权益占比公司尚需投资 231.21 亿元。公司在建项目后续投资资金需求较大，存在一定的融资压力。

（4）酒店运营回报较慢。目前，公司酒店全部处于在建阶段，将于 2016~2017 年之间完工，但收入回报周期可能较长，对未来三年的现金流支撑作用不明显。

7. 未来发展

公司预计政府对房地产的调控会适度放松，房地产的流动性会有所改善，行业整体仍然是挑战与机会并存。公司将积极增加财务资源，前瞻性把握投资机会，多种方式吸纳优质土地，在防范风险的同时积极寻找市场机会，确保持续增长，扩大市场占有率，巩固行业内的领先地位。

公司的目标是成为中国最具竞争力及信誉良好的地产开发商之一，为了达到目标，公司将实施以下措施：

第一，在保持财务稳定性的同时，扩大现有市场的业务及策略性地进军至其他一二线城市。公司计划在海峡西岸经济区及一二线城市开发优质物业；同时，公司也计划在上海及杭州选择性地收购更多的土地，以期形成规模经济效益，为未来进军其他一二线城市打下基础。

第二，强调审慎的财务政策及采取积极的方法进行资本结算管理。公司计划通过设定项目设计及开发的目标成本、实行集中采购及制定财务政策等手段监控资本及现金状况以及审慎管理土地成本、建筑成本和经营开支；公司计划监控借款的到期情况和管理流动资金水平来确保现金流量满足业务需求；公司计划通过寻找与业务伙伴合作联合开发项目来降低资本负担。

第三，持续完善经营效率并加速资产运作。公司计划采纳标准化的物业开发程序以及加强项目管理及执行能力；公司通过一支由资讯科技人员组成的专门小组来管理及提升资讯管理系统，正在实施 ERP 系统来改善经营效率。

第四，在致力于产品多元化的同时继续侧重于住宅物业开发。公司计划通过在住宅物业内或周边开发物业来吸引人流及商业活动来多元化公司的收入来源，同时提升对住宅物业的需求，以达到协同发展的目标；公司计划在运营商业区内开发办公、零售及其他商业物业，通过部分持有商业物业来作为投资物业，并通过订立租约来取得稳定的租金收入。

第五，持续提升公司品牌知名度和形象。公司计划按照目标客户的喜好和需求以及物业的位置来为产品定位；公司计划持续举行节庆、名人庆典活动、晚会及其他宣传活动来吸引和稳定客户群体；公司计划通过广告活动及参加物业展览及贸易会议等市场推广措施来树立品牌的市场知名度。

总体看，公司未来的经营方针稳健可行，结合自身的发展阶段和经营特色，能够保证未来几年公司的健康发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2012~2015 年 9 月财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留审计意见，公司执行财政部 2014 年颁布的新企业会计准则。2014 年，公司纳入合并报表范围的子公司共计 24 家。2012 年至 2015 年 9 月，公司合并范围变化较大，但主要为进行房地产项目开发而设立的项目公司且公司主营业务并未发生重大变化，对公司财务数据的可比性影响不大，具体合并范围变化情况见下表。

表 18 2012~2015 年 9 月公司合并范围变化

序号	名称	变动时间	变动方向	变动原因
1	融信（福州）置业有限公司	2012	增加	设立
2	融信（厦门）房地产开发有限公司	2012	增加	设立
3	融信（厦门）置业有限公司	2012	增加	设立
4	福建蓝湖房地产开发有限公司	2013	增加	非同一控制下企业合并
5	福建泰坤贸易有限公司	2013	增加	非同一控制下企业合并
6	和美（福建）酒店投资有限公司	2013	减少	出售
7	和美（厦门）酒店投资有限公司	2013	减少	出售
8	融信（厦门）置业有限公司	2013	减少	出售
9	融信（漳州）投资有限公司	2013	减少	出售
10	融信（福建）置业有限公司	2013	增加	设立
11	融信（平潭）投资发展有限公司	2013	增加	设立
12	杭州恺筑融信房地产开发有限公司	2013	增加	设立
13	和美（上海）房地产开发有限公司	2013	增加	设立
14	上海谦春永投资有限公司	2013	增加	设立
15	上海胤博投资有限公司	2013	增加	设立
16	福建欧科投资有限公司	2013	增加	设立
17	福州融信双杭投资发展有限公司	2014	增加	设立
18	长乐融信投资有限公司	2014	增加	设立
19	和美（漳州）房地产有限公司	2014	增加	设立
20	杭州融信恺昇房地产开发有限公司	2014	增加	设立
21	上海谦恒置业有限公司	2014	增加	设立
22	福建朗信投资有限公司	2014	增加	设立
23	上海恺日房地产开发有限公司	2014	增加	设立

24	上海恺誉房地产开发有限公司	2014	增加	设立
25	上海恺畅房地产开发有限公司	2014	增加	设立
26	上海恺崇房地产开发有限公司	2015	增加	设立

资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司合并资产总计323.23亿元，负债合计282.29亿元，所有者权益（归属母公司所有者权益为40.76亿元）合计40.94亿元。2014年公司实现营业收入41.00亿元，净利润5.42亿元（归属母公司所有者的净利润为5.51亿元）。2014年公司经营活动产生的现金流量净额为-74.03亿元，现金及现金等价物净增加额为4.89亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总计360.20亿元，负债合计291.81亿元，所有者权益（归属母公司所有者权益为59.02亿元）合计68.40亿元。2015年1~9月，公司实现营业收入43.02亿元，净利润8.14亿元（归属母公司所有者的净利润为8.45亿元）。2015年1~9月公司经营活动产生的现金流量净额为-1.45亿元，现金及现金等价物净增加额为-4.39亿元。

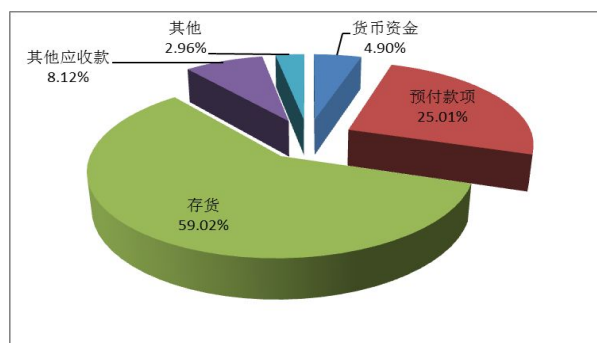
2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额迅速增长，年均复合增长率为99.55%。截至2014年底，公司资产规模总计323.23亿元，其中流动资产合计占89.26%，非流动资产合计占10.74%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2012~2014年，随着公司经营规模的逐步扩大，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为100.60%，房地产开发行业属于建设及销售周期相对较长的资本密集型行业，住宅的开发成本与开发产品均计入存货科目，主要系存货和预付款项的增加所致。截至2014年底，公司流动资产总额为288.51亿元，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成，具体情况如下图所示。

图9 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司货币资金主要包括库存现金、银行存款和其他货币资金，2012~2014年公司货币资金余额分别为1.56亿元、7.16亿元和14.13亿元，年均复合增长率为201.39%，主要系2013年公司拓宽融资渠道信托借款融入28.28亿元以及公司新股东投入23.33亿元资金增加所致。截至2014年底，货币资金较上年末大幅增加97.37%，主要系公司新股东投入23.33亿元所致；截至2014年底，受限资金金额为2.28亿元，其中汇票保证金为0.42亿元，因抵押、质押受限款项为1.86亿元。

公司预付款项主要包括土地款和工程款等，2012~2014年，公司预付款项余额分别为2.27亿元、27.89亿元和72.16亿元，年均复合增长率为463.96%，主要系公司根据发展规划需要，储备了大量的优质土地资源所致。截至2014年末，公司预付款项较上年末增长158.69%，主要系

增加土地储备所致。从账龄结构来看，账龄一年以内的占比 98.38%，1~2 年的占比 0.96%，2~3 年的占比 0.66%。

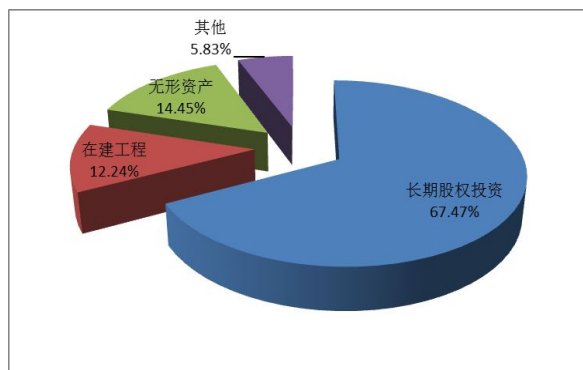
公司其他应收款主要包括应收联营公司及合营公司的往来款和保证金等，2012~2014 年，公司其他应收款余额分别为 15.43 亿元、41.74 亿元和 23.42 亿元，年均复合增长率为 23.20%，主要系 2012 年以来公司战略发展调整及业务规模扩张，增加合营公司投资同时公司为土地竞拍缴纳较多保证金所致。截至 2014 年底，公司其他应收款较上年末减少 43.90%，主要系 2013 年缴纳的土地竞拍或转让保证金在 2014 年收回或者转为存货所致。从账龄结构看，1 年以内占比 42.52%，1~2 年占比 47.87%，2~3 年占比 9.61%；从计提坏账准备来看，公司坏账准备为 0.24 亿元，计提比例为 3.78%，计提比例尚可。

公司存货主要包括土地成本、前期工程费、基础设施费、建筑及安装工程费、开发间接费用等，2012~2014 年，公司存货余额分别为 48.50 亿元、94.95 亿元和 170.27 亿元，年均复合增长率为 87.37%，主要系公司房地产开发项目的增加所致。截至 2014 年底，公司存货余额较上年末增加 79.32%。其中，开发产品和开发成本³占比分别为 12.99%和 87.01%，公司存货以开发成本居多，由于融信白宫、融信双杭城、海上城等主要的房地产开发项目保值增值的能力较强，且近几年房地产开发项目发生减值的风险较小，故公司未对存货计提跌价准备；存货中以土地使用权作为抵押的地块共计 16 个，担保余额为 44.32 亿元。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长率为 91.40%，主要系长期股权投资大幅增加所致。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 34.73 亿元，主要由长期股权投资、无形资产和在建工程构成，具体情况如下图所示。

图10 2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司长期股权投资主要包括对合营的项目公司的投资，2012~2014 年，公司长期股权投资余额分别为 2.73 亿元、6.10 亿元和 23.43 亿元，年均复合增长率为 192.75%，主要系对合营企业投资增加所致。截至 2014 年底，公司长期股权投资余额较上年末增加 284.36%，主要系对合营公司当年可供分配的净利润确认损益调整增加 2.38 亿元，新增对合营公司投资 14.96 亿元所致。

公司无形资产主要包括土地使用权和软件，2012~2014 年，公司无形资产余额分别为 3.31 亿元、5.15 亿元和 5.02 亿元，年均复合增长率为 23.06%。截至 2014 年底，公司无形资产余额较上年末减少 2.52%，变化不大。

³ 开发成本是指建造中的商品房，未达到交付使用状态，开发产品指已建造完成的房产，可以直接交付使用。

公司在建工程主要包括酒店开发项目，2012~2014 年，公司在建工程余额分别为 2.76 亿元、0.81 亿元和 4.25 亿元，年均复合增长率为 24.13%；其中，2013 年在建工程余额较少，主要系 2013 年公司转让和美(漳州)酒店投资有限公司股权从而减少其持有的在开发酒店项目所致。截至 2014 年底，公司在建工程主要包括幸福海岸 B1 子地块华邑酒店项目和福州仓山凯悦酒店，在建工程余额较上年末增加 426.24%。

截至 2015 年 9 月末，公司资产总额为 360.20 亿元，较年初增加 11.44%，其中流动资产占比 88.14%，非流动资产占比 11.86%，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主，资产质量较高。但存货在流动资产及总资产中的占比均较大，且以开发成本居多，公司存在一定的库存去化压力。

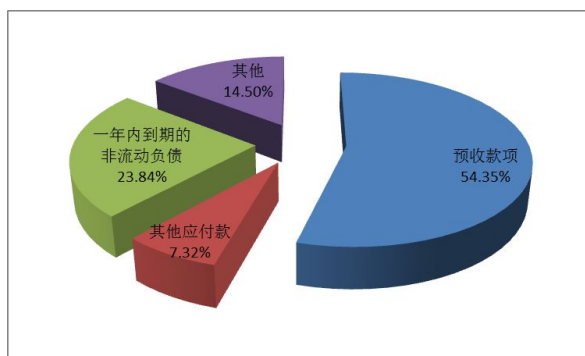
3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债规模增长较快，年均复合增长率为 99.23%，主要系预收账款和长期借款增加所致。截至 2014 年底，公司负债合计 282.29 亿元，其中流动负债占比 52.80%，非流动负债占比 47.20%，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负债增长较快，年均复合增长率为 58.37%，主要系预收款项大幅增加所致。截至 2014 年底，公司流动负债总额为 149.04 亿元，主要由预收款项、一年内到期的非流动负债和其他应付款组成，具体情况如下图所示。

图11 2014年公司流动负债结构



资料来源：公司审计报告

公司预收款项主要包括预售房款，2012~2014 年，公司预收款项余额分别为 32.60 亿元、60.88 亿元和 81.00 亿元，年均复合增长率为 57.62%，主要系公司可预售的开发产品增加，从而使得预收款项金额增加所致。截至 2014 年底，公司预收款项余额较上年末增长 33.04%，主要系前一年大量签约未回款金额在 14 年回款，以及 14 年当年有大量已认购未签约销售所致。但是考虑到公司预收款项的性质，公司实际偿债压力较小。

公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款，2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债余额分别为 11.51 亿元、22.24 亿元和 35.53 亿元，年均复合增长率为 75.69%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债余额较上年末增长 59.72%，主要系长期借款转入所致。

公司其他应付款主要包括保证金押金、意向金、暂估广告费以及代收代付款等，2012~2014 年，公司其他应付款余额分别为 10.28 亿元、20.99 亿元和 10.90 亿元，年均复合增长率为 3.00%，

主要系公司 2013 年新增占用合营公司世欧房地产资金将近 10 亿资金，2014 年减少至 6 亿所致。截至 2014 年底，公司其他应付款余额较上年末减少 48.05%，其中，账龄 1 年以上重要的其他应付款主要包括福州市仓山区土地收储中心的安置房回购保证金以及福建六建集团有限公司的质量保证金。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债增长较快，年均复合增长率为 237.48%，主要系长期借款大幅增加所致。截至 2014 年底，公司非流动负债总额为 133.25 亿元，长期借款占比 99.56%。

公司长期借款主要包括质押借款、抵押借款、保证借款和信托借款，2012~2014 年，公司长期借款余额分别为 11.70 亿元、54.46 亿元和 133.25 亿元，年均复合增长率为 237.48%。截至 2014 年底，公司长期借款余额较上年末增加 144.69%，主要系项目公司股权为担保物的信托借款增加所致。其中，质押借款占比 3.22%，抵押借款占比 66.66%，信托借款占比 30.12%；截至 2014 年底，公司长期借款中 1 年以内的占比为 26.66%，1~3 年的占比 73.34%，存在一定程度的到期集中支付风险。

截至 2015 年 9 月末，公司负债合计 291.81 亿元，较年初增长 3.37%。其中，流动负债占比 62.80%，非流动负债占比 37.20%，负债结构较年初而言流动负债占比有所提高。

2012~2014 年，公司有息债务规模逐年增长，近三年年均复合增长率为 155.43%。截至 2014 年底，公司全部债务为 173.70 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 23.29%和 76.71%，以长期债务为主。截至 2015 年 9 月末，公司全部债务 170.25 亿元，其中，短期债务 62.24 亿元，长期债务 108.00 亿元。

截至 2014 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 87.33%、80.92%和 76.50%，公司有息债务水平高。截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率以及长期债务资本化率有所下降，分别降低至 81.01%、71.34%以及 61.23%，主要系长期债务的减少所致。

总体看，近三年，随着公司业务规模的扩大，公司负债规模快速增长。公司融资成本在 6.48%~14%之间，在同行业中相比尚可，公司负债水平较高。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长率为 101.78%，主要系 2014 年公司实收资本的增加所致。截至 2014 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 40.76 亿元，少数股东权益为 0.18 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 73.59%，资本公积占 4.16%，未分配利润占比 18.12%，盈余公积占 4.13%。

截至 2014 年底，公司实收资本余额为 30.00 亿元，较上年末增长 350.00%，主要系公司实收资本大幅增长所致，经闽华达验字（2014）第 A031 号《验资报告》验证，公司已收到福建羿恒投资有限公司认缴的新增注册资本人民币 23.33 亿元，全部为货币出资。

截至 2014 年底，公司未分配利润余额为 7.39 亿元，较上年末增长 83.79%。其中，2014 年 12 月 5 日，根据《融信（福建）投资集团有限公司关于公司 2013 年度利润分配方案的决议》，按持股比例分配 2013 年度可供分配利润 3.38 亿元。

截至 2015 年 9 月末，公司所有者权益 68.40 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 59.02 亿元），较年初增长 67.05%，主要系公司新增和美（上海）房地产开发有限公司和融信（平潭）投资发展有限公司使少数股东权益大幅增加所致。

总体看，公司所有者权益结构变动主要在于新增注册资本，结构变化不大，稳定性较好。

4. 盈利能力

2012~2014 年，随着营业规模的迅速扩大，公司营业收入和营业成本逐年增长，年均增长率分别为 78.19%和 73.64%。2014 年，公司实现营业收入 41.00 亿元，较上年增长 92.54%；2014 年，公司营业成本为 27.25 亿元，较上年增长 118.01%。近三年，公司营业利润分别为 2.00 亿元、5.90 亿元和 6.73 亿元；净利润分别为 1.78 亿元、5.21 亿元和 5.42 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润分别为 1.78 亿元、5.25 亿元和 5.51 亿元，均呈不断上升态势。

公司部分项目采取与其他房地产公司成立合资公司进行开发模式，近三年其投资收益保持一定规模，分别为 1.32 亿元、3.27 亿元和 2.38 亿元，占当期营业利润的比分别为 65.85%、55.39%和 35.37%。投资收益对公司盈利影响较大，但占比逐年下降。其中，2014 年公司营业外支出为 0.22 亿元，较上年大幅上升 0.21 亿元，主要系 2014 年公司的罚款支出大幅上升所致。

从期间费用来看，随着公司营业规模扩大，期间费用总额也随之增长，2012~2014 年分别为 1.79 亿元、3.22 亿元和 5.16 亿元，年均复合增长率为 69.71%。从费用构成来看，销售费用和管理费用是公司期间费用的主要构成部分，而财务费用由于公司利息资本化金额较高而处于较低水平，其中 2012 年和 2014 年均均为负值。2014 年，公司销售费用占费用总额的 55.99%、管理费用占 44.45%，财务费用占 -0.44%。近三年，公司费用收入比分别为 13.89%、15.12%和 12.60%，公司费用控制能力一般。

从各项盈利指标来看，由于公司营运成本上升，近三年，公司营业利润率呈波动上升趋势，分别为 20.48%、28.61%和 22.83%。2014 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.44%、2.55%和 19.23%，较上年均有所下降。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标处于中等水平，具体情况如下表所示。

表 19 2014 年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	卧龙地产	万科 A	招商地产	保利地产	世茂股份	香江控股	中江地产
净资产收益率(%)	4.51	21.49	16.77	22.81	12.28	12.57	3.19
总资产报酬率(%)	2.19	5.84	7.14	5.96	5.65	5.09	1.15
毛利率(%)	29.88	31.47	41.52	32.16	41.80	51.27	18.17

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。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 43.02 亿元，利润总额 10.49 亿元，净利润 8.14 亿元，盈利状况较好。

总体看，近年来，公司营业收入和净利润规模整体呈快速增长趋势，盈利能力尚可。

5. 现金流

公司同时开发多个房地产项目，每年投入项目开发的现金支出较多；此外，公司为保持可持续发展，须择机进行土地购置；从行业特点来看，房地产项目开发从取得土地到实现销售回款时间较长，导致公司经营活动现金流量净额随着项目的开发和销售呈现一定的波动性。

从经营活动情况来看，公司经营活动产生的现金流入规模随业务规模扩大而迅速上升，近三年分别为 28.83 亿元、60.50 亿元和 104.60 亿元，年均复合增长率为 90.47%，稍高于营业收入增长率；同期，随着人工、建材成本以及土地成本的持续上升，经营活动现金流出分别为 30.52 亿元、114.29 亿元和 178.63 亿元，年均复合增长率为 141.94%。2012~2014 年，公司经营活动净现金流分别为 -1.68 亿元、-53.79 亿元和 -74.03 亿元，净流出规模较大。2012~2014 年，公司现金流

入比分别为 175.27%、232.70%和 149.06%，由于公司房地产项目实行预售制度，近三年公司进入预售期项目较多，现金收入比均大于 100%。公司收入实现质量高。

从投资活动情况来看，近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.18 亿元、2.03 亿元和-17.25 亿元，呈现波动变化的趋势，主要系公司 2013 年转让部分子公司股权，收回股权投资款，且 2013 年新增投资较少所致。2014 年较 2013 年变动的主要原因是公司对 2013 年新增的合营公司新增投资，新增投资金额为 14.96 亿元。

从筹资活动情况来看，公司近年来经营活动、投资活动现金流均为净流出，公司主要通过筹资活动满足资金需求，包括股东投入和银行借款。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.09 亿元、57.30 亿元和 96.17 亿元，为较大规模的净流入，主要系公司新增信托借款融资渠道，通过股权质押、土地抵押、开发产品抵押等担保方式获得信托借款所致。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流净额为-1.45 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.95 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.98 亿元，现金及现金等价物增加额-4.39 亿元。

整体看，近年来公司营业规模持续快速扩大，经营活动净现金流持续净流出，投资活动现金净流出规模较大，存在较大规模的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，近三年，公司流动比率和速动比率整体呈上升态势。2012~2014 年，公司流动比率分别为 1.21 倍、1.47 倍和 1.94 倍，水平尚可；由于公司为房地产企业，存货规模较大，2012~2014 年公司速动比率分别为 0.39 倍、0.68 倍和 0.79 倍，呈现逐年上升的趋势。截至 2014 年底，公司现金短期债务比为 0.35 倍，水平尚可。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，随着盈利规模的提高，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 2.05 亿元、6.09 亿元和 6.83 亿元，呈不断上升态势。公司对外债务融资规模较大，近三年公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍、0.07 倍和 0.04 倍；EBITDA 利息倍数分别为 0.83 倍、1.38 倍和 0.46 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保护倍数均处于较低水平。

截至 2015 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 9 月底，公司共有 10 笔行政处罚，总罚金共计 126.75 万元，主要包括擅自悬挂广告等，也包括个别无证施工。

截至 2015 年 9 月底，公司不存在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 9 月底，公司在多家银行的授信额度合计 109.83 亿元，其中已使用授信额度 47.72 亿元，尚未使用授信额度 62.11 亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告号：B201511160105816954），截至 2015 年 11 月 16 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司资产负债率处于较高水平，有息债务负担较重；公司盈利能力尚可，现金流状况有待提升。考虑到公司预收款项规模较大，未来收入和利润较有保证，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 9 月底，公司全部债务为 170.25 亿元，本次债券拟发行公司债额度为不超过 25 亿元，总发债额度相对于公司债务规模适中，对公司整体债务负担影响一般。

以 2015 年 9 月底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.24%、74.06%、66.04%，本次债券对公司负债水平和债务负担影响较小。考虑到本次债券募集资金全部用来偿还金融机构借款，相关债务比率会进一步降低。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 6.83 亿元，为本次公司债券发行额度（25 亿元）的 0.27 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；2014 年经营活动产生的现金流净额为-74.03 亿元，经营活动现金流净额对本次债券覆盖程度较弱；现金类资产 14.13 亿元，为本次债券发行额度（25 亿元）的 0.57 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司在福建省内从事房地产开发多年并适时向华东地区拓展业务，在区域内具有较高市场知名度，具有一定的区域竞争优势。目前公司在建项目及预收账款规模较大，未来可售及可结转面积较大，对收入有一定的支撑。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

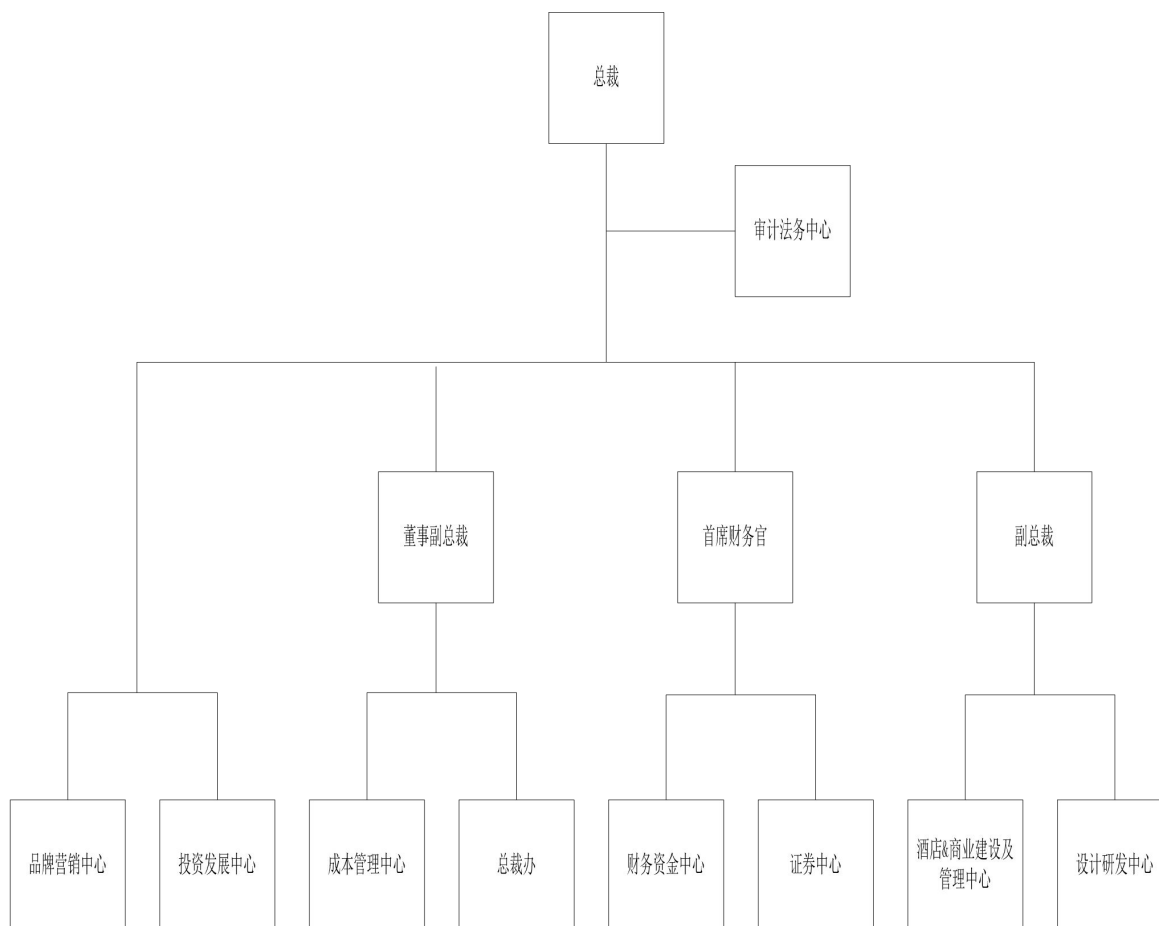
九、综合评价

公司为福建省区域内房地产主要企业之一，并开始向华东地区拓展业务。近年来，在房地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入仍实现持续增长。公司品牌区域影响力大，土地储备充足。同时，公司所在房地产行业受国家宏观调控政策影响较大，土地储备区域分布相对集中，公司债务负担较重，在建项目资金需求量较大，公司向新地区拓展业务，其进度可能存在一定不确定性，上述因素对公司信用水平可能产生不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建房地产以及酒店项目的逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 融信（福建）投资集团有限公司 组织结构图



附件 2 融信（福建）投资集团有限公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额（亿元）	81.18	189.92	323.23	360.20
所有者权益（亿元）	10.06	15.42	40.94	68.40
短期债务（亿元）	11.61	30.47	40.45	62.24
长期债务（亿元）	11.70	54.46	133.25	108.00
全部债务（亿元）	23.31	84.93	173.70	170.25
营业收入（亿元）	12.91	21.29	41.00	43.02
净利润（亿元）	1.78	5.21	5.42	8.14
EBITDA（亿元）	2.05	6.09	6.83	10.64
经营性净现金流（亿元）	-1.68	-53.79	-74.03	-1.45
应收账款周转次数（次）	--	16.04	30.62	29.30
存货周转次数（次）	--	0.17	0.21	0.12
总资产周转次数（次）	--	0.16	0.16	0.13
现金收入比率（%）	175.27	232.70	149.06	142.91
总资本收益率（%）	-	7.80	3.44	3.61
总资产报酬率（%）	-	4.36	2.55	3.08
净资产收益率（%）	--	40.93	19.23	14.89
营业利润率（%）	20.48	28.61	22.83	26.96
费用收入比（%）	13.89	15.12	12.60	8.96
资产负债率（%）	87.61	91.88	87.33	81.01
全部债务资本化比率（%）	69.87	84.63	80.92	71.34
长期债务资本化比率（%）	53.78	77.93	76.50	61.23
EBITDA 利息倍数（倍）	0.83	1.38	0.46	0.83
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.07	0.04	0.06
流动比率（倍）	1.21	1.47	1.94	1.73
速动比率（倍）	0.39	0.68	0.79	0.30
现金短期债务比（倍）	0.13	0.24	0.35	0.14
经营现金流动负债比率（%）	-2.83	-44.81	-49.67	-0.79
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.08	0.24	0.27	0.43

注：相关财务指标按照附件 3 公式进行计算，与 Wind 资讯等公告数据可能存在一定差异。

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	
复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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	
总资本收益率	(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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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负债+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+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。

联合信用评级有限公司关于 融信（福建）投资集团有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年融信（福建）投资集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

融信（福建）投资集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。融信（福建）投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注融信（福建）投资集团有限公司的相关状况，如发现融信（福建）投资集团有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如融信（福建）投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至融信（福建）投资集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送融信（福建）投资集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十一月十九日