

跟踪评级公告

联合[2017]969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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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）投资集团有限公司公开发行的“15 融信 01”和“16 融信 01”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十六日

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 公司债券 2017 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	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 融信 01	12 亿元	5 (3+2) 年	AA+	AA+	2016 年 6 月 28 日
16 融信 01	13 亿元	5 (3+2) 年	AA+	AA+	2016 年 6 月 28 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	363.60	962.42
所有者权益（亿元）	75.50	259.17
长期债务（亿元）	69.28	305.05
全部债务（亿元）	163.74	385.62
营业收入（亿元）	74.15	110.51
净利润（亿元）	15.19	16.01
EBITDA（亿元）	19.09	20.88
经营性净现金流（亿元）	30.55	-162.27
营业利润率（%）	27.71	16.18
净资产收益率（%）	26.08	9.57
资产负债率（%）	79.23	73.07
全部债务资本化比率（%）	68.44	59.81
流动比率（倍）	1.46	2.28
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	1.02	1.19
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.76	0.84

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/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 年，融信（福建）投资集团有限公司（以下简称“公司”或“融信集团”）在福州、闽南等地区仍具有较强的区域竞争力，同时不断扩大上海、杭州等地区的业务规模。2016 年，公司营业收入大幅增长，但由于结转项目土地成本的上升以及收购公司存货的会计计量方式，公司净利润增幅较小。公司可售房源及土地储备多位于一、二线城市，销售前景较好；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。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司土地购置成本提高、在建及拟建项目存在较大的资金支出压力、项目大部分位于限购城市、债务存在集中偿付压力、少数股东权益大幅增加等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来随着公司土地储备规模的扩大以及在建项目的销售和结转，公司的盈利规模将进一步扩大，经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 融信 01”和“16 融信 01”的债项信用等级为“AA+”。

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，仍具有较强的区域竞争力；同时，公司迅速扩张上海及周边地区的业务布局，品牌影响力进一步扩大。

2. 2016 年，公司通过收购、招拍挂和合作开发的方式大量补充土地储备，土地储备较为充足，质量较好；目前，公司可售项目主要集中在一二线城市，地理位置优越，对公司有息债务的偿还具备一定的保障能力。

3. 2016年，公司经营情况良好，营业收入大幅增长；债务结构得到进一步优化，融资成本有所降低；所有者权益规模大幅增加，财务指标得到一定程度改善。

关注

1. 近年来，房地产行业受宏观经济和国家房地产调控政策等多重因素影响，波动性较大；同时，公司项目大部分位于限购城市，若未来限购政策再度趋紧，则公司未来现金流及盈利能力可能会受到较大影响。

2. 2016年，公司债务规模较大，债务负担较重；同时，土地购置成本不断提高，2016年经营活动净现金流呈大规模流出状态；在建项目未来需投资规模较大，公司存在较大的资金压力。

3. 截至2016年底，公司受限资产占比为26.46%，受限情况较为突出；债务集中于2018~2019年到期，有一定的集中偿付压力。此外，公司少数股东权益大幅增长，所有者权益稳定性有所降低。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：



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于2003年9月由欧宗洪（持股98.80%）和许丽香（持股1.20%）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）。历经多次增资和股权转让，截至2016年底公司注册资本总额为36.25亿元，公司的控股股东为福州羿恒投资有限公司，持股比例100%；仍由欧宗洪先生通过欧氏家族信托对公司运营予以控制。

2016年，公司进行组织架构的调整。截至2016年底，公司设有审计管理中心、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、运营管理中心、资本中心、财务资金中心、酒店&商业建设及管理中和设计研发中心共计11个职能部门。

截至2016年底，公司资产总额962.42亿元，负债合计703.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）259.17亿元，其中归属于母公司所有者权益合计141.16亿元。2016年，公司实现营业总收入110.51亿元，净利润（含少数股东损益）16.01亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计12.81亿元；经营活动现金流量净额为-162.27亿元，现金及现金等价物增加额96.91亿元。

二、存续期债券情况

截至报告出具日，公司存续期内的公开发行债券共2笔，分别为“15融信01”和“16融信01”，如下表所示。

表1 公司债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券代码	金额	期限	票面利率	发行时间	发行方式
15融信01	136118.SH	12	5（3+2）	6.40	2015/12/22	公开发行
16融信01	136158.SH	13	5（3+2）	6.20	2016/1/15	公开发行

资料来源：公司年报

截至报告出具日，上述债券的募集资金已按照约定用途使用，即全部用于偿还金融机构借款。“15融信01”和“16融信01”分别于2016年12月和2017年1月完成了首次付息。

三、行业分析

1. 行业概况

2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比名义增长6.90%（扣除价格因素实际增长7.5%），增速较上年同期增长5.90个百分点。分产品来看，住宅投资68,704亿元，同比增长6.4%，增速提高0.4个百分点，占比高达67%，仍居各类房产之首；办公楼投资6,533亿元，同比增长5.2%，增速下滑较快；商业营业用房投资15,838亿元，同比增长8.4%。自2016年开始，一二三四线城市投资增速开始趋同，具体来看，一线城市房地产开发投资增速为8%，二线城市开发投资增速为8.2%，三四线城市增速为7.6%；住宅新开工面积一线城市增速为-4%，二线城市为16%，三四线城市为8%，整体看开发经营指标的增长主要来源于二、三线城市。

（1）土地供给

受2015年“去库存”政策的指影响，2016年前三季度地方政府继续减少土地推出量，但四季度以来热点一二线城市开始加大土地供应量以满足刚性需求。2016年，房地产开发企业土地购置

面积22,025万平方米，同比下降3.4%；土地成交价款9,129亿元，增长19.8%，增速回落1.6个百分点。

2015年下半年以来宽松的货币信贷环境下房地产企业融资便利且成本较低，进一步推动土地市场持续高热，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现，土地成交溢价率在“十一”前后达到顶峰，后受调控政策的影响，成交土地溢价率有所下降。2016年，全国300个城市各类用地平均溢价率为42.77%，同比提高了26.55个百分点；其中，住宅用地平均溢价率为54.65%，同比提高了33.79个百分点；商办用地平均溢价率为14.35%，同比提高了7.01个百分点。

（2）商品房市场供需

2016年全国商品房销售面积15.7亿平方米，同比增长22.5%，其中，商品住宅销售面积为13.8亿平方米，同比增长22.4%；办公楼销售面积同比增长31.4%；商业营业用房销售面积同比增长16.8%。2016年，全国商品房销售额117,627亿元，同比增长34.8%，增速回落2.7个百分点；其中，住宅销售额增长36.1%，办公楼销售额增长45.8%，商业营业用房销售额增长19.5%。

销售价格方面，受宽松货币政策环境、阶段性供求紧张及地价上涨影响，热点城市房价快速攀升，2016年百城住宅价格累计上涨18.72%，较2015年扩大14.57个百分点，但在2016年四季度多城调控政策密集出台后，热点城市的新房及二手房价格涨幅出现一定回落。其中，一线城市房价累计涨幅高达23.50%；二线城市房价累计涨幅达13.93%；三四线城市房价整体变化较为稳定。

（3）行业竞争

2016年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别较上年上升0.13和0.27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11.41%和14.75%，分别较上年提升0.90和1.01个百分点。

总体看，2016年房地产行业呈持续回暖态势，房地产投资完成额、销售金额及销售价格均呈快速增长态势；土地溢价率处于较高水平；房地产行业集中度进一步提高。

2. 行业政策

2016年的房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程。2016年上半年，在“稳增长”和“去库存”政策框架下，中央政策对于房地产市场的支持力度不断加大：一方面，央行不断释放流动性激发了住宅需求的进一步释放，信贷、税收政策持续改善，另一方面，地方政府亦陆续出台房地产去库存的相关政策。

随着热点城市房价地价快速上涨，政府从三月份开始针对热点城市进行政策调控，并在十月份开始扩大政策调控的城市范围，限购限贷集中出台，遏制投资投机性需求，防范市场风险，三四线城市则仍坚持去库存政策；此轮政策继续坚持了分类调控、精准施策的原则，在注重抑制投资投机性需求的同时仍然保持了对合理消费需求的支持，有利于市场回归平稳。但2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，升级的调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。

总体看，2016年我国房地产政策进一步分化，对于热点城市呈持续收紧态势，通过限购、限贷、限价等方式进行调控；房地产库存压力较大的地区继续因地制宜实施去库存政策。

3. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

2015年以来，国内货币政策持续宽松，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016

年 10 月份以来相关主管机构对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业公司债违约风险。

（2）房地产调控政策再度趋严

2016年10月以来，我国房地产调控政策日益趋严，全国各个热点城市陆续出台限购、限价和限贷政策来促使当地房地产市场降温；政策环境已较为趋紧，但后续降温效果仍有待观察，未来不排除多轮调控后仍有政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度进入行业紧缩期。

（3）中小房企面临被整合风险

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

4. 行业发展

（1）地产金融化和资本化催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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。

（3）房企拓展第二主业意愿加强

受毛利率逐渐下滑等因素的影响，房地产企业跨界转型拓展第二主业的意愿强烈。房地产企业在转型方面已经进行了较多尝试，转型行业有包括金融、医疗、能源、军工、材料、TMT等。

目前，中国经济发展进入结构调整和动力转换的关键时期，趋势性、阶段性、周期性矛盾相互叠加，经济中长期发展趋势不明显。房地产市场的走势短期会受政策影响而出现政策市，但中长期更多地还是依赖自身供求关系等基本面要素；各城市市场因城市经济发展、人口流动和供求关系的差异，出现了明显的分化。

四、管理分析

2016年，公司将审计法务中心拆分为审计管理中心、法务管理中心；组织架构撤销证券中心，新增运营管理中心。除此之外，公司无其他重大管理变更事项，高管团队基本稳定。

五、经营分析

受结转项目增加的影响，公司营业收入大幅增加；受结转项目毛利率较低以及 2016 年非同一控制下的企业合并导致新增的两个并表项目按照公允价值计量影响结转毛利率的共同影响，净利润增幅较小。

跟踪期内，公司仍以房地产的开发销售为主营业务。2016年，公司实现营业收入 110.51 亿元，较上年增长 49.04%，主要系结转项目增加所致；公司实现净利润 16.01 亿元，较上年增长 5.45%，增幅较低，主要系 2015 年确认结转收入的项目土地获取时间较早楼面地价较低、该优势在土地价格持续增长的大环境下不可持续以及 2016 年公司将福州世欧房地产开发有限公司（以下简称“福

州世欧”)和福建融汇置业有限公司(以下简称“融汇置业”)纳入合并报表、成本以公允价值计量的共同影响所致。此外,公司部分项目采取与其他房地产公司成立合资公司的开发模式,联营或合营公司的投资收益对利润的贡献逐步增大;2016年,公司实现投资收益6.50亿元,较上年增长48.73%。

从毛利率变化情况来看,公司主营业务毛利率由2015年的42.27%下降至24.81%,原因如上文所述。

2016年,公司通过招拍挂和合作开发的方式大量补充土地储备,迅速扩张上海及周边地区城市布局,土地储备较为充足,质量较好;同时,2016年公司拿地成本呈上升态势,合作开发模式的重要性日益突出。

2015年,公司处于战略目的考虑未新增土地储备。2016年,公司新增土地储备规划建筑面积合计527.12万平方米(其中上海地区47.60万平方米、杭州地区186.68万平方米、南京地区68.68万平方米、昆山地区28.03万平方米、福州地区177.57万平方米、厦门地区18.56万平方米),规划计容面积为373.73万平方米,成交总价484.46亿元(截至2016年底已支付土地价款413.20亿元),楼面均价为12,963元/平方米;若从公司权益土储角度来看,公司新增土地储备建筑面积为261.23万平方米,新增土地储备计容面积为184.72万平方米,具体情况如下表所示。

表2 2016年公司新增土地储备情况(单位:平方米、万平方米、万元、元/平方米)

序号	地区	权益占比	占地面积	规划建筑面积	成交总价	截至2016年底已支付土地款	楼面价
1	上海	51%	21,196	10.31	98,000	98,000	15,409
2		50%	39,806	6.11	315,500	315,500	52,840
3		31%	36,279	16.20	196,000	196,000	21,610
4		50%	31,034	14.98	1,101,000	1,101,000	100,091
5	杭州	30%	57,394	16.79	67,300	67,300	5,863
6		51%	71,488	24.46	91,200	91,200	5,739
7		26%	44,307	15.71	139,000	69,500	13,076
8		75%	41,642	13.18	170,000	85,000	18,559
9		50%	62,190	24.07	259,500	259,500	14,905
10		51%	27,845	11.71	236,100	118,050	31,404
11		26%	42,709	16.62	170,900	42,725	16,002
12		51%	43,686	18.98	181,200	90,600	13,822
13		34%	59,494	20.72	73,210	36,605	5,127
14		70%	60,620	24.44	326,400	163,200	19,230
15	南京	39%	106,002	33.51	582,000	582,000	24,957
16		70%	42,708	35.17	53,700	32,220	2,515
17	昆山	50%	76,672	28.03	270,344	270,344	13,576
18	福州	51%	35,264	15.53	17,650	17,650	1,430
19		50%	1,018,836	136.22	174,600	174,600	1,610
20		26%	161,008	25.82	57,601	57,601	3,300
21	厦门	100%	39,715	18.56	263,400	263,400	23,207
合计			2,119,895	527.12	4,844,605	4,131,995	12,963

资料来源:公司提供

注:总建筑面积=计容建筑面积+不计容建筑面积

从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。

截至 2016 年底，公司共拥有 39 个项目的土地储备（含公司未纳入合并报表范围的合营及联营公司所持项目），土地储备规划建筑面积合计 1,057.75 万平方米；若从公司权益土储角度来看，公司土地储备权益规划建筑面积合计 619.96 万平方米。截至 2016 年底，公司一、二、三线城市的土地储备楼面均价均较 2015 年底呈上升态势，拿地成本有所上升，具体情况如下表所示。

表 3 截至 2016 年底公司土地储备情况（单位：个、万平方米、元/平方米）

城市类型	一线城市	二线城市	三线城市	总计
项目数量	21	12	6	39
占地面积	100.97	232.24	60.69	393.90
土地储备楼面均价	17,571	5,587	2,259	8,650
规划建筑面积	388.33	471.28	198.14	1,057.75

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

2、一线城市：上海、杭州；二线城市：苏州、福州、南京、厦门；三线城市：漳州

公司新开工项目与竣工面积快速增长，在建项目主要分布在上海、杭州、厦门、福州及漳州地区；公司在建项目未来资金需求较大，面临较大的资金支出压力。

2016 年，公司新开工面积为 297.08 万平方米，较 2015 年增长 27.11%，主要系房地产市场较好且公司 2016 年新增土地较多的共同影响所致；竣工面积为 198.79 万平方米，较 2015 年增长 240.92%，主要系往年开工项目集中竣工所致。截至 2016 年底，公司在建建筑面积为 746.15 万平方米，具体情况如下表所示。

表 4 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2015 年	2016 年	同比变化
新开工面积	233.71	297.08	27.11%
竣工面积	58.31	198.79	240.92%
期末在建面积	647.86	746.15	15.17%

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，合营、联营项目按 100% 计算。

从公司房地产在建项目情况来看，截至 2016 年底，公司共有 21 个在建地产项目（其中合作开发项目共有 12 个），已售面积达 265.86 万平方米，未售面积达 267.10 万平方米（其中已取得预售证的面积为 100.72 万平方米，尚未取得预售证的面积为 166.38 万平方米），考虑到公司在建项目的区域分布，公司去化压力不大，具体情况见下表。

表 5 截至 2016 年底公司在建项目开发情况（单位：万平方米）

序号	城市	项目名称	权益占比	开工时间	工程进度	总建筑面积	总可售面积	已售面积	未售面积	
									已拿预售证	未拿预售证
1	上海	虹桥世界中心	50%	2014.11	65%	82.21	51.78	14.61	37.17	0.00
2		华漕镇 MHPO-1402 单元 42-01 地块	50%	2016.9	73%	10.67	5.79	0.63	1.55	3.61
3		铂爵	51%	2016.11	61%	10.31	6.21	0.00	0.00	6.21
4	杭州	蓝孔雀	51%	2014.8	95%	12.53	8.68	8.16	0.52	0.00
5		学院府	51%	2015.3	81%	21.08	14.43	12.26	2.17	0.00
6		杭州公馆	100%	2015.5	77%	22.91	11.34	7.66	2.36	1.32
7		澜天	51%	2016.11	43%	24.46	15.85	1.02	0.43	14.40

8	福州	双杭城	100%	2015.2	52%	111.13	54.19	15.53	5.80	32.86
9		白宫	80%	2013.9	84%	41.65	26.58	24.01	2.57	0.00
10		平潭大卫城	51%	2013.8	93%	42.69	33.28	29.35	2.12	1.81
11		长乐上江城	100%	2015.9	42%	64.82	31.44	6.68	1.06	23.70
12		外滩	51%	2016.8	23%	15.53	12.22	6.70	0.22	5.30
13		福州温泉城	50%	2014.1	53%	136.22	90.64	18.07	12.59	59.98
14	厦门	海上城	100%	2013.1	82%	42.60	25.05	22.89	2.16	0.00
15		铂悦湾	100%	2016.11	66%	18.56	11.22	0.00	0.00	11.22
16	漳州	未来城	100%	2014.5	93%	16.04	10.99	9.93	1.06	0.00
17		观山海	100%	2013.12	86%	27.30	20.93	18.99	1.94	0.00
18		一品江山	50%	2014.9	83%	31.63	22.45	17.41	5.04	0.00
19		漳州万科城	20%	2014.5	63%	117.24	56.18	32.13	18.08	5.97
20		半山云顶	100%	2015.1	66%	18.10	13.82	12.46	1.36	0.00
21		西西里	100%	2015.10	84%	14.36	9.89	7.37	2.52	0.00
合计						882.05	532.96	265.86	100.72	166.38

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司在建项目预计总投资 815.74 亿元，已完成投资 539.61 亿元，尚需投资 276.13 亿元；按公司在各个项目中权益投资额看，公司在建项目预计总投资 582.25 亿元，已完成投资 383.75 亿元，尚需投资 198.50 亿元。

公司销售情况较好，签约销售均价较高，公司可售项目分布在一线及重点二线城市，为未来为公司发展提供了有力保障；公司项目大部分位于限购城市，若未来限购政策再度趋紧，则公司未来现金流及盈利能力可能会受到较大影响

公司 2016 年实现签约销售面积 140.39 万平方米，较 2015 年增加 90.62%，主要来自于福州（占 47.15%）、漳州（占 27.33%）和杭州（占 16.03%）地区；实现签约销售金额 246.39 亿元，较上年增长 106.76%，主要系签约销售面积及销售均价增长的共同影响所致，主要来自于杭州（占 33.51%）、福州（占 36.16%）和漳州（占 14.84%）地区；从签约销售价格上看，公司项目定位高端，销售均价与同行业同地区相比较为高；从签约回款率来看，2016 年公司签约回款率较上年增加 4.04 个百分点至 89.38%，主要系当年信贷政策宽松以及房地产市场火爆所致。从收入结转来看，结转收入金额与公司并表范围内预收款项的变动趋势基本保持一致，具体情况如下表所示。

表 6 公司近年销售概况

项目	2015 年	2016 年	同比变化
在售项目数量（个）	15	22	46.67%
签约销售面积（万平方米）	73.65	140.39	90.62%
签约销售金额（亿元）	119.17	246.39	106.76%
签约销售均价（万元/平方米）	1.62	1.76	8.64%
销售回款率（%）	85.34	89.38	4.04 个百分点
结转收入面积（万平方米）	58.97	79.17	34.25%
结转收入（亿元）	74.14	110.50	49.04%

资料来源：公司提供

注：上表仅含并表项目

从公司可售项目情况来看，公司可售项目规模较大。截至 2016 年底，公司可售面积合计 158.71

万平方米，较 2015 年底减少 56.64%，但三线城市剩余可售面积占比由 31.13% 下降至 4.82%，结构有所改善，可售面积货值能够满足公司未来的销售需求；大部分可售项目位于二线城市（厦门、福州、南京和苏州），占 2016 年底公司可售项目面积的 76.47%，预计未来销售情况较好，但大部分项目均位于限购城市，若未来限购政策再度趋紧，则公司未来销售及现金流可能受到一定程度的影响，具体情况如下表所示。

表 7 截至 2016 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
在售项目数量	6	12	4	22
2016 年当期累计销售面积	29.17	72.85	38.36	140.39
截至 2016 年底剩余可售面积	32.52	121.37	4.82	158.71

资料来源：公司提供

注：1、上表仅含并表项目；

2、一线城市：上海、杭州；二线城市：苏州、福州、南京、厦门；三线城市：漳州

公司未来将继续保持福建省的市场地位，并扩大在上海、杭州、南京等一二线城市的土地储备；致力于产品多元化的同时继续侧重于住宅物业开发

公司目前正在以福建省为中心的海峡西岸经济区中取得了较高的市场占有率，同时也在上海、杭州及南京等一、二线城市开始开展业务，为公司未来开拓业务奠定了坚实的基础。

公司计划依托现有的品牌优势及项目经验，在保持现有海峡西岸经济区的市场份额稳定的基础上，扩大公司在一、二线城市的土地储备，从而获得规模经济效益。公司聚焦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；计划在继续侧重于开发住宅物业的同时提高产品多元化水平。

六、财务分析

公司 2016 年度合并财务报表已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 2016 年通过收购的方式完成了 3 家公司的非同一控制下企业合并，对财务数据的可比性有一定影响。

截至 2016 年底，公司资产总额 962.42 亿元，负债合计 703.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）259.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 141.16 亿元。2016 年，公司实现营业收入 110.51 亿元，净利润（含少数股东损益）16.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 12.81 亿元；经营活动现金流量净额为-162.27 亿元，现金及现金等价物增加额 96.91 亿元。

2016 年公司规模扩张明显，土地储备大幅增加，存货主要位于一二线城市，资产质量较好；同时，公司购地支出较大，资产受限情况突出且存在部分股权质押。

截至 2016 年底，公司资产总额 962.42 亿元，较上年末大幅增长 164.69%，主要系流动资产的大幅增加所致；其中，流动资产占 90.67%，非流动资产占 9.33%。截至 2016 年底，公司受限资产合计 254.68 亿元，占资产总额的 26.46%，受限情况较为突出，其中货币资金因按揭保证金受限 4.91 亿元，存货因用于借款的抵押担保受限 245.71 亿元。此外，公司还存在部分股权质押。

截至 2016 年底，公司流动资产总额为 872.61 亿元，主要由货币资金（占比 15.28%）、预付款项（占比 33.24%）和存货（占比 44.36%）构成。受规模快速扩张的影响，公司为减少资金短缺风险及为未来投资需要提供流动资金保障，货币资金规模较大，截至 2016 年底，公司货币资金为

133.36 亿元，较上年底增长 373.12%，主要来自于融资和吸收投资。截至 2016 年底，公司预付款项为 290.04 亿元，较上年底增长 2,360.65%，主要系公司 2016 年通过竞争方式增加大量土地储备使得预付土地款增加所致。截至 2016 年底，公司存货为 387.08 亿元，较上年底增长 45.28%，主要系公司处于高速发展期，开发项目逐年增加所致；公司纳入合并范围的已完工或在建项目合计 43 个，公司未计提存货跌价准备，虽然存货主要位于一二线城市，但由于拿地成本较高，公司可能存在计提存货跌价准备不足的风险。

截至 2016 年底，公司非流动资产总额为 89.80 亿元，主要由长期股权投资（占比 26.00%）和投资性房地产（占比 50.93%）构成。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 23.35 亿元，较上年底增长 1.82%，基本保持稳定，主要是对合营或联营企业的投资。截至 2016 年底，公司投资性房地产为 45.74 亿元，较上年底增长 475.59%，主要系将福州世欧¹纳入合并报表范围使得出租的商业地产（世欧广场）增加以及原有投资性房地产公允价值变动的共同影响所致。

随着公司业务规模扩大、合并报表范围的变化以及 2016 年销售较好使得预收款项规模大幅增长，公司负债规模也随之扩大；同时，公司通过发行公司债置换成本较高的信托借款，提高长期债务比例，降低融资成本，债务结构得到一定程度的优化，但公司债务负担仍然较重。

截至 2016 年底，公司负债合计 703.25 元，较上年末大幅增长 144.10%，主要系预收款项、长期借款和应付债券的大幅增加所致；其中，流动负债占 54.47%，非流动负债占 45.53%。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 383.05 亿元，主要由应付账款（占比 9.42%）、预收款项（占比 54.73%）、其他应付款（占比 8.56%）和一年内到期的非流动负债（占比 12.93%）构成。截至 2016 年底，公司应付账款为 36.09 亿元，较上年底增长 273.26%，主要系开发项目按完工进度暂估应付工程款未达工程合同约定的付款条件所致。截至 2016 年底，公司预收款项为 209.66 亿元，较上年底增长 107.66%，主要系 2016 年房地产市场状况较好合同销售增加所致。其他应付款主要为控股非全资子公司少数权益股东按享有的权益比例对项目公司的资金支持，截至 2016 年底，公司其他应付款为 32.78 亿元，较上年底增长 453.48%，主要系公司有大量的合作开发项目所致。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 49.53 亿元，较上年底减少 25.49%。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 320.20 亿元，主要由长期借款（占比 61.35%）和应付债券（占比 33.92%）构成。截至 2016 年底，公司长期借款为 196.44 亿元，较上年底增长 241.35%，主要系福州世欧和融汇置业从 2016 年 3 月 31 日纳入合并报表使得存量借款增加以及公司优化债务结构增加长期债务的共同影响所致；考虑到公司通过发行公司债券置换了大部分信托借款，公司的融资成本得到一定改善。截至 2016 年底，公司应付债券为 108.61 亿元，较上年底增长 825.65%，主要系公司为优化债务结构降低融资成本于 2016 年发行“16 融信 01（3+2 年）”、“16 融投 01（2+2 年）”、“16 融投 02（2+2 年）”、“16 融信 02（2+1 年）”、“16 融信 03（2+1 年）”、“16 融信 04（3 年）”和“16 融信 05（2+1 年）”合计 98.00 亿元所致。

截至 2016 年底，公司全部债务为 385.62 亿元，较上年底增长 135.50%，主要系公司合并报表范围的变动以及公司规模扩大使得融资需求增加的共同影响所致；其中，短期债务和长期债务占比

¹ 2016 年，福州世欧另一股东福州悟源投资有限公司（以下简称“福州悟源”）向公司出具承诺函，承诺“福州悟源在作为福州世欧股东期间，确信并认可公司对房地产行业及房地产开发经营的经验判断，对于《福州世欧房地产开发有限公司章程》中需股东会及董事会表决的全部事项，将与公司保持一致意见”。同时，根据协议约定，在协议签署之日起 3 年内福州悟源不得向任何第三方一次性转让或累计转让其全部持有的福州世欧的股权；如福州悟源有意向任何第三方一次性转让或累计转让其全部持有的福州世欧的股权，福州悟源承诺，除公司事先书面豁免或公司与第三方另行达成书面合意外，福州悟源于股权转让前向该等第三方披露一致行动协议并确保该等第三方同意一致行动协议全部内容，并作为福州悟源权利义务既受人签署一致行动协议以确保受让方继续在福州世欧股东会、董事会需作出决议的事项上均按照公司的意见采取行动。根据上述承诺函和一致行动协议，公司对福州世欧拥有实际控制权，公司将福州世欧纳入合并报表范围。纳入合并范围后股东双方持股比例不变，仍为 50%：50%。

分别为20.89%和79.11%，公司债务结构由短期为主转为长期为主，债务结构得到进一步优化。截至2016年底，公司将于2017年、2018年和2019年到期的债务占比分别为20.89%、46.84%和25.85%，有一定的集中偿还压力。截至2016年底，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为73.07%和59.81%，分别较上年底降低6.16和8.64个百分点，主要系股东出资、引入战略合作、发行永续债以及合并报表范围变动的共同影响所致；长期债务资本化比率为54.07%，较上年底提高6.21个百分点，主要系公司优化债务结构所致。

公司所有者权益中存在32.00亿元永续债。若将永续债调整至长期债务，截至2016年底，公司全部债务为417.62亿元，较上年底增长155.04%；其中，短期债务和长期债务占比分别为19.29%和80.71%，仍以长期债务为主。截至2016年底，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为76.40%和64.77%，分别较上年底降低2.84和3.67个百分点；长期债务资本化比率为59.74%，较上年底提高11.89个百分点，公司实际债务负担仍然较重。

2016年公司通过收购、增资、引入战略合作以及发行永续债等权益工具等多种方式使得所有者权益规模大幅增长；但公司少数股东权益占比大幅增加，所有者权益的稳定性一般。

截至2016年底，公司所有者权益为259.17亿元，较上年底增长243.26%，主要系股东出资增加25亿元，引入权益投资永续债增加32亿元，合作开发的项目公司大幅增加，因控制权变化影响新增纳入合并报表公司以及收购新项目公司的共同影响所致。截至2016年底，公司归属于母公司的所有者权益为141.16亿元，占比为54.47%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占25.68%、其他权益工具占22.90%、资本公积占23.49%、未分配利润占23.66%。截至2016年底，公司少数股东权益为118.01亿元（在所有者权益中的占比由10.79%增长至45.53%），较上年底大幅增长1,349.14%，主要系收购公司以及合作开发项目增加的共同影响所致。

2016年公司经营规模继续扩大，但受并表范围变化以及早期土地逐步开发完毕的影响，公司销售毛利率水平下滑较快；同时，公司对合作开发产生的投资收益依赖程度有所上升。

2016年，公司实现营业收入110.51亿元，同比增长49.04%，主要系2016年公司结转面积增加所致；公司营业成本为83.09亿元，同比增长94.12%，增幅高于营业收入，主要系2015年确认结转收入的项目土地获取时间较早、楼面地价较低，但该优势在土地价格持续增长的大环境下不可持续，以及2016年公司将福州世欧、融汇置业纳入合并报表，但其存货以公允价值计量使得成本较高的共同影响所致。受销售毛利率下降的影响，2016年公司实现净利润16.01亿元，同比仅增长5.45%。

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，近两年其投资收益保持一定规模，分别为4.37亿元和6.50亿元，分别占当期营业利润的23.10%和30.11%，投资收益对公司盈利的影响较大。

2016年，公司费用总额为7.13亿元，同比增长15.19%。受公司业务规模扩大的影响，2016年公司销售费用为4.76元，同比增长16.49%；管理费用为2.71亿元，同比增长24.95%。2016年公司财务费用为-0.34亿元，主要系随着公司规模扩大增加、现金及现金等价物的利息收入增加所致。2016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3.62%、3.09%和9.57%，同比分别下降3.07个百分点、2.38个百分点和16.51个百分点。

2016年，公司经营活动现金流入规模较大，但受到在建项目投入增加以及购地支出增加的影响，经营活动现金流净额呈大规模净流出；股权收购和合作项目投入增加使得投资活动呈现净流出。

出状态，公司筹资需求较大。

受销售规模迅速扩大以及收回往来款大幅增加的共同影响，2016年公司经营活动现金流入为389.48亿元，同比增长204.18%；受在建项目建安成本支出增加以及新增土地储备使得土地出让金大幅增加的共同影响，公司经营活动现金流出为551.75亿元，同比大幅增长465.91%。受上述因素的共同影响，公司经营活动产生的现金净流出为162.27亿元，由正转负。

2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-14.90亿元，同比下降3,431.14%，主要系公司通过收购股权方式取得项目公司的控制权，同时增加与其他方共同合作开发的项目投资的共同影响所致。

2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额为由2015年的-15.37亿元变为274.08亿元，由负转正，主要系公司股东及项目公司战略合作伙伴资本投入增加、债务融资规模扩大的共同影响所致。

2016年公司有息债务负担较重，但盈利能力尚可；同时，考虑到公司预收款项规模较大，未来收入及盈利较有保证，公司整体偿债能力较强。

从短期偿债能力指标来看，截至2016年底，公司流动比率、速动比率分别为2.28倍和1.27倍，分别较上年增长了0.82倍和1.03倍，主要系公司优化债务结构使得短期债务大幅下降所致；现金短期债务比由0.30倍增长至1.66倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016年，公司EBITDA为20.88亿元，同比增长9.38%，其中利润总额占比超过98%。2016年，公司EBITDA利息保障倍数由1.02倍上升至1.19倍，但EBITDA全部债务比由0.12倍下降至0.05倍。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2016年底，公司银行授信额度合计719.57亿元，其中已使用授信额度为254.04亿元，尚余授信额度465.53亿元，间接融资渠道畅通。

截至2016年底，公司为购房人提供银行按揭贷款担保170.50亿元，同比增长165.87%；关联担保合计33.34亿元，同比增长87.69%，主要为对合营/联营企业的担保，考虑到被担保方主要为项目公司，且分别位于南京和上海，公司或有负债风险可控。

截至2016年底，公司不存在未披露的重大未决诉讼或仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行征信报告（NO.B201702280183566427），截至2017年2月28日，公司已结清信贷中有1笔关注类贷款（2009年农行将所有房地产企业授信统一归为关注类授信），无未结清不良信贷信息。

七、公司债券偿债能力分析

截至2016年底，公司在存续期内的公开发行债券的待偿本金合计25.00亿元。从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产为待偿本金合计的5.33倍，净资产为待偿本金合计的10.37倍。从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为待偿本金合计的0.84倍。从现金流情况来看，2016年，公司经营活动现金流入量为待偿本金合计的15.58倍。上述指标均处于较高水平，公司资产、盈利和现金流情况均对债券的按期偿付起到很强的保障作用。

综合以上分析，并考虑到公司在品牌知名度、行业地位、开发经验等方面具有的竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，以及2016年增资等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“15融信01”和“16融信01”的偿还能力很强。

八、评级展望

2016年，公司在福州、闽南等地区仍具有较强的区域竞争力，同时不断扩大上海、杭州等地区的业务规模。2016年，公司营业收入大幅增长，但由于结转项目土地成本的上升以及收购公司存货的会计计量方式，公司净利润增幅较小。公司可售房源及土地储备多位于一、二线城市，销售前景较好；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。同时，联合评级也关注到公司土地购置成本提高、在建及拟建项目存在较大的资金支出压力、项目大部分位于限购城市、债务集中偿付压力、少数股东权益大幅增加等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来随着公司土地储备规模的扩大以及在建项目的销售和结转，公司的盈利规模将进一步扩大，经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15融信01”和“16融信01”的债项信用等级为“AA+”。

附件1 融信（福建）投资集团有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	363.60	962.42
所有者权益（亿元）	75.50	259.17
短期债务（亿元）	94.47	80.57
长期债务（亿元）	69.28	305.05
全部债务（亿元）	163.74	385.62
营业收入（亿元）	74.15	110.51
净利润（亿元）	15.19	16.01
EBITDA（亿元）	19.09	20.88
经营性净现金流（亿元）	30.55	-162.27
应收账款周转次数(次)	48.52	57.16
存货周转次数（次）	0.20	0.25
总资产周转次数（次）	0.22	0.17
现金收入比率（%）	124.31	199.28
总资本收益率（%）	6.69	3.62
总资产报酬率（%）	5.47	3.09
净资产收益率（%）	26.08	9.57
营业利润率（%）	27.71	16.18
费用收入比（%）	8.35	6.45
资产负债率（%）	79.23	73.07
全部债务资本化比率（%）	68.44	59.81
长期债务资本化比率（%）	47.85	54.07
EBITDA 利息倍数（倍）	1.02	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.05
流动比率（倍）	1.46	2.28
速动比率（倍）	0.24	1.27
现金短期债务比（倍）	0.30	1.66
经营现金流流动负债比率（%）	14.02	-42.36
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.76	0.84

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 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	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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 3 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。