跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1264 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）投资集团有限公司发行的“15 融信 01”和“16 融信 01”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：

二〇一九年 六月二十日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

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	11.97 亿元	5（3+1+1）年	AA+	AA+	2018 年 6 月 26 日
16 融信 01	12.85 亿元	5（3+1+1）年	AA+	AA+	2018 年 6 月 26 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	962.42	1,637.50	1,941.17
所有者权益（亿元）	259.17	351.27	398.68
长期债务（亿元）	305.05	493.71	324.23
全部债务（亿元）	385.62	634.29	541.69
营业收入（亿元）	110.51	300.87	343.67
净利润（亿元）	16.01	34.03	45.06
EBITDA（亿元）	20.88	47.87	61.27
经营性净现金流（亿元）	-162.27	-95.86	144.13
营业利润率（%）	16.18	13.06	17.07
净资产收益率（%）	9.57	11.15	12.02
资产负债率（%）	73.07	78.55	79.46
全部债务资本化比率（%）	59.81	64.36	57.60
流动比率（倍）	2.28	1.89	1.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.08	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.49	1.19
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.84	1.93	2.47

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；4、待偿本金为截至 2019 年 5 月底本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018 年，融信（福建）投资集团有限公司（以下简称“公司”或“融信集团”）作为融信中国控股有限公司（以下简称“融信中国”，证券代码：3301.HK）最主要的境内运营主体，为实现降杠杆的财务目标，在大量偿还有息借款的同时放缓了拿地节奏，经营活动现金流得到了明显改善、债务规模也大幅下降；目前公司可售房源及土地储备货值一、二线城市占比仍然较高，且郑州及太原未确权的一、二级联动项目预计将于 2019 年开始大规模的陆续摘牌入市，销售前景较好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司主要土地储备已进入部分三四线城市，该类城市未来去化可能存在一定风险；在建、拟建、合作开发及尚未确权的一二级联动项目存在一定的资金支出压力，限价区域项目盈利空间有一定下滑风险，2018 年签约销售回款率仍然不高；合作开发规模的扩大带来的少数股东权益占比继续增加以及可能加大公司的项目进度管理和资金调配难度等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来随着公司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

1．2018年，公司通过招拍挂和合作开发的方式完善杭州、青岛和郑州等城市布局；此外，公司一、二级联动项目预计将于2019年开始大规模的陆续摘牌入市，有望为公司未来土地储备提供有力支持。

2．目前，公司可售项目规模较大，对公司债务的偿还起到一定的保障作用；一线、二线、三线及以下城市的货值金额占比相对均衡，有助于公司抵御行业周期波动风险。

3．2018年，公司着力于降杠杆并取得了较为显著的效果，债务规模和杠杆率均有明显下滑，经营活动现金流和资产受限情况也得到了明显改善；预计公司未来债务杠杆将进一步下滑，债务结构也将进一步优化。

关注

1．2018 年，公司签约销售回款率仍然不高，若未来信贷政策趋紧，公司现金流及盈利能力可能会继续受到影响。此外，公司主要土地储备位于一、二线城市，需关注限价区域项目的盈利空间；公司已进入部分三、四线城市，需要关注未来销售去化情况。

2．公司在建、拟建、合作开发及尚未确权的一二级联动项目未来投资规模较大，存在一定的资金压力。

3. 截至2018年底，考虑长期借款到期期限、应付债券的投资者回售选择权以及永续债因素，公司2019~2020年有一定的集中偿付压力；同时需要关注境外母公司融信中国美元债的债务规模及融资成本。

4．公司少数股东权益占比继续增加，权益稳定性较弱；此外，合作开发规模的扩大将加大公司的项目进度管理和资金调配难度。

分析师

李　晶
电话：010-85172818
邮箱：lij@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：

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），后历经了多次增资和股权转让。2017年，福州羿恒投资有限公司（以下简称“福州羿恒”）完成了对公司10.00亿元的增资；2018年，福州羿恒完成了对公司2.00亿元的增资，截至2018年底，公司注册资本及实收资本总额均为40.25亿元，公司的控股股东为福州羿恒，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。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化；但组织架构略有调整，职能部门具体由资产管理中心、投资发展中心、总裁办、设计研发中心、成本管理中心、工程管理中心、客户关系中心、运营管理中心、财务资金中心、品牌营销中心、金融管理中心和法务管理中心构成。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,941.17 亿元，负债合计 1,542.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 398.68 亿元，其中归属于母公司所有者权益 181.01 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 343.67 亿元，净利润（含少数股东损益）45.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 32.53 亿元；经营活动现金流量净额为 144.13 亿元，现金及现金等价物增加额 32.97 亿元。

二、存续期债券情况

截至本报告出具日，公司委托联合评级进行评级的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”，具体发行情况如下表所示。

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

2018 年 10 月，“15 融信 01”期限由 5 年（3+2）调整为 5 年（3+1+1），“16 融信 01”期限由 5 年（3+2）调整为 5 年（3+1+1）。2018 年 12 月，公司上调“15 融信 01”的票面利率至 6.90%，回售后的债项余额为 11.97 亿元；2019 年 1 月，公司上调“16 融信 01”的票面利率至 6.90%，回售后的债项余额为 12.85 亿元。

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”已分别于 2018 年 12 月和 2019 年 1 月完成了付息工作。

三、行业分析

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较上年回升 2.46 个百分点；其中，住宅投资 85,192 亿元，同比增长 13.37%，增速提高 3.99 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.84%；办公楼投资 5,996 亿元，同比减少 11.31%，占房地产开发投资比

重为 4.99%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比减少 9.35%，占房地产开发投资比重为 11.79%。从地区分布看，2018 年，东部地区房地产开发投资 64,355 亿元，同比增长 10.9%；中部地区投资 25,180 亿元，同比增长 5.4%；西部地区投资 26,009 亿元，同比增长 8.9%；东北地区投资 4,720 亿元，同比增长 1.3%。2019 年 1~3 月，全国房地产开发投资 23,803.00 亿元，同比增长 11.80%，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。

土地供应方面，2018 年，全国 300 个城市成交面积 105,492 万平方米，同比增加 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比增加 2%。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，全年房地产开发企业到位资金 165,963 亿元，同比增长 6.40%，增速较上年下降 1.80 个百分点。其中，国内贷款 24,004 亿元，同比下降 4.90%；利用外资 107.98 亿元，同比下降 35.80%；自筹资金 55,831 亿元，同比增长 9.70%；其他资金 86,020 亿元，同比增长 7.84%。在其他资金中，定金及预收款 55,418 亿元，同比增长 13.81%；个人按揭贷款 23,706 亿元，同比下降 0.84%。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，2019 年以来房企融资环境有所改善但主要聚焦于头部房企。

市场供需方面，2018 年，全国商品房销售面积 171,654 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国商品房销售额 149,973 亿元，同比增长 12.20%。其中，住宅销售面积同比增长 2.20%，办公楼销售面积同比减少 8.30%，商业营业用房销售面积同比减少 6.80%；住宅销售额同比增长 14.70%，办公楼销售额同比减少 2.60%，商业营业用房销售额同比增长 0.70%。从供应来看，2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550 万平方米，同比增长 5.20%；商品房待售面积 52,414 万平方米，同比减少 11.00%，其中住宅待售面积同比减少 16.80%，办公楼待售面积同比减少 0.40%，商业营业用房待售面积同比减少 9.30%。

销售价格方面，2018 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速基本保持稳定，三线城市价格指数增速明显下行。其中，一线城市同比增速从年初的 1.43%下降至年末的 0.40%；二线城市同比增速从年初的 7.70%下降至年末的 7.08%；三线城市百城住宅价格指数增速较年初的 12%左右下降至 8.71%。

竞争格局方面，2018 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%，分别较上年提高 2.79 和 5.82 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，分别较上年提高 3.70 和 5.71 个百分点。据克而瑞统计，2018 年千亿房企阵营数量继续增加，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年房地产开发投资平稳增长，市场预期较稳定，房企拿地趋于理性，融资环境有所改善；一、二线房地产市场价格保持稳定，三四线房地产市场价格有所下滑，行业集中度进一步提升。

2．行业政策

2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；

2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地；2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年的两会和4月份中央政治局会议定调房住不炒、因城施策，继续推进长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。

表 2　2018 年以来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019 年 3 月	2019 年 3 月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019 年 4 月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，2018年以来，政府仍强调稳定房地产市场，因城施策、结构微调、满足市场化需求。

3．行业关注

行业资产负债率较高，且房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面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债券违约风险。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍是各地的主要目标。

中小房企面临被整合风险

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，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策

调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续；行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

跟踪期内，公司原董事林峻岭、原董事兼总经理吴剑退出，新增董事曾飞燕和阮友直，总经理变更为吴鹏；其他人员保持稳定，未对公司经营产生重大影响。此外，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

曾飞燕女士，硕士、高级会计师、高级经济师、注册会计师、注册税务师，2003 年 5 月至 2007 年 10 月曾先后担任合生创展集团有限公司经营及财务管理中心的经理及监事会副总监，2007 年 10 月至 2011 年 9 月任广东珠江投资管理集团有限公司副总经理，2011 年 9 月至 2013 年 8 月担任浩蓝环保股份有限公司副总裁及董事会秘书。自 2013 年 8 月加入公司，担任公司财务总监；2015 年 6 月起分管公司财务管理中心；2015 年 8 月起出任融信中国首席财务官、副总裁、执行董事，2018 年 12 月起出任集团董事。阮友直先生，1997~2000 年担任莆田市仙游枫江中学教师，2000~2003 年担任莆田晚报编辑，并自 2003~2008 年出任《海峡都市报》记者；2008 年 6 月加入公司，2014 年 6 月起出任副总裁，2018 年 12 月起出任集团董事，目前担任公司党总支部书记，公司董事、副总裁，公司公益基金会理事长职务。

吴鹏先生，2017 年 7 月加入公司，2018 年 2 月至 2018 年 12 月出任董事长秘书，2018 年 12 月起出任公司总经理、法人。

五、经营分析

1．经营概况

受结转项目增加的影响，公司营业收入大幅增加，合作开发确认投资收益规模也在增加；毛利率恢复以往，但仍处于较低水平。

2018 年，公司仍以房地产的开发销售为主营业务，占比仍在 99%以上，主营业务十分突出。2018 年，公司实现营业收入 343.67 亿元，较上年增长 14.22%，主要系公司开发规模逐年扩大，随着项目开发完成竣工验收结转规模增加所致；公司实现净利润 45.06 亿元，较上年增长 32.41%，主要系公司竣工验收结转规模增加以及投资收益增加的共同影响所致。

从毛利率变化情况来看，2018 年，公司主营业务毛利率由 2017 年的 20.05%上升至 23.82%，主要系 2017 年 7 月公司非同一控制下收购安徽海亮和宁波海亮，该部分当期结转项目毛利率为零（结转成本为收购成本而非实际营业成本，因此结转收入等于结转成本），而 2018 年该影响逐步消除所致。

2．房地产开发销售

2018 年，公司通过招拍挂和合作开发的方式完善杭州、青岛和郑州等的城市布局，同时放缓拿地节奏减少投资支出。此外，公司一、二级联动项目预计将于 2019 年开始大规模的陆续摘牌入市，有望为公司未来土地储备提供有力支持，整体看，公司土地储备仍然较为充足。

2018 年，公司获取土储具体情况如下表所示。公司放缓拿地节奏，拿地规模有所下降。从城市能级上来看，公司 2018 年新获取土地主要位于二三线城市，其中二线城市土地储备成本较低，主要系郑州一二级联动确权项目的体量较大、楼面价较低所致。

表 3　2018 年公司新增土地储备情况

城市类型	一线城市	二线城市	三线及以下城市	总计
项目数量（个）	5	8	11	**24**
规划建筑面积（万平方米）	65.28	206.41	205.82	**477.51**
权益规划建筑面积（万平方米）	35.20	103.32	57.03	**195.55**
新增土地储备楼面均价（元/平方米）	12,939	2,726	2,427	**3,994**

注：1、楼面均价=土地成本/总建筑面积
2、一线城市：上海、杭州、广州；二线城市：南京、成都、重庆、天津、福州、郑州、苏州、厦门、青岛、西安；三线及以下城市：舟山、金华、宁波、衢州、绍兴、漳州、怀远、龙岩、莆田、阜阳、蚌埠、六安、宣城、兰州、西宁、银川、赣州、铜陵、合肥、广德等
资料来源：公司提供

从 2018 年底土地储备（公司提供的土地储备口径以未结转建筑面积为准）的区域分布来看，受收购安徽海亮和宁波海亮的影响，公司土地储备开始向三线及以下城市拓展，主要集中在安徽省及中西部城市，城市布局进一步扩大，但需要关注经营扩张带来的管理风险。截至 2018 年底，公司共拥有 123 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），具体情况如下表所示。截至 2018 年底，公司一、二、三线及以下城市的土地储备楼面均价均较 2017 年底有所下滑，一方面系公司新增土储中三四线城市占比有所增加所致，另一方面系土拍市场较以往的火爆程度有所下降所致，具体情况如下表所示。

表 4　截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：个、万元/平方米、万平方米）

城市类型	一线城市	二线城市	三线及以下城市	总计
项目数量	37	32	54	**123**
土地储备楼面均价	1.28	0.49	0.25	**0.51**
规划建筑面积	479.88	764.73	1,293.36	**2,537.97**
权益规划建筑面积	306.93	430.04	931.99	**1,668.96**

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、公司土地储备统计口径以尚未结转收入的部分为准
资料来源：公司提供

另外，公司还有部分一、二级联动未确权的土地，分布于太原和郑州，未计入公司土地储备，上述地块预计采取分期摘牌的模式，2019 年公司预计完成各地块的首期摘牌工作。一、二级联动项目货值合计 710.19 亿元，权益货值 477.04 亿元；土地价款合计 118.92 亿元，权益土地价款合计 84.02 亿元，此外考虑到安置用房的建筑支出，公司并表范围外的一、二级联动项目存在一定的资金需求，具体情况如下表所示。

表 5　公司合并范围外的一二级联动项目明细（单位：亩、亿元、万平方米、万元/平方米）

项目	股权占比	土地性质	土地面积（亩）	土地价款	计容面积	预计开盘均价	货值
郑州址刘项目	67.00%	开发用地	17.11	33.19	47.16	2.00	99.61
		安置用地	14.32		39.46	--	--
郑州张五砦项目	51.00%	开发用地	45.07	23.61	108.16	3.00	270.45
		安置用地	54.66		131.18	--	--

太原杏花岭项目	80.08%	开发用地	49.25	62.12	172.38	2.00	340.13
		安置用地	28.49		99.73	--	--
开发用地合计			**111.43**	**118.92**	**327.70**	--	**710.19**

资料来源：公司提供

受拿地节奏放缓的影响，公司新开工面积有所下滑，公司一线、二线、三线及以下城市的货值金额占比相对均衡，有助于公司抵御行业周期波动风险；整体去化率尚可，但需关注限价区域项目的备案价格对项目利润率的影响；公司在建及未确权的一二级联动项目未来资金需求较大，面临较大的资金支出压力。

2018 年，公司新开工面积为 531.40 万平方米，较上年下降 19.49%，主要系公司 2018 年新获取土地项目数量下降所致；竣工面积为 245.68 万平方米，较上年下降 12.58%，主要系公司一二线城市的开发项目，建筑管理及环境配套要求较高，且受制于限价等因素，项目开发进度略有放缓所致，主要竣工区域集中在杭州、福州和苏州地区。截至 2018 年底，公司期末在建面积为 1,761.80 万平方米，具体情况如下表所示。

表 6　公司项目开发情况（单位：万平方米）

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

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。
资料来源：公司提供

从公司房地产在建项目情况来看，截至 2018 年底，公司共有 97 个在建项目（其中合作开发项目共有 90 个），权益总规划建筑面积为 1,276.61 万平方米；预计权益总可售金额为 2,379.11 亿元，权益待售货值为 1,841.15 亿元；权益总可售面积为 1,106.12 万平方米，权益待售面积达 802.80 万平方米。截至 2018 年底，公司在建项目整体去化率为 28.75%，主要系公司新开工项目较多所致；在一、二线限价备案的大背景下，需关注公司限价区域项目的备案价格对项目利润率的影响。从公司在建项目的区域分布来看，公司一线、二线、三线及以下城市的货值金额占比相对均衡，有助于公司抵御行业周期风险，具体情况见下表。

表 7　截至 2018 年底公司在建项目开发情况

项　目	一线城市	二线城市	三线及以下城市	总计
规划总建筑面积（万平方米）	455.38	710.00	1,328.90	**2,494.28**
总投资额（亿元）	1,210.62	877.92	1,006.08	**3,094.62**
已投资额（亿元）	899.14	544.41	697.31	**2,140.86**
总可售面积（万平方米）	393.42	689.45	1,086.95	**2,169.82**
预计总可售金额（亿元）	1,680.92	1,418.89	1,427.01	**4,526.82**
剩余可售面积（万平方米）	264.80	547.73	733.36	**1,545.89**
剩余可售金额（亿元）	1,229.93	1,183.30	1,049.00	**3,462.23**

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。
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在建项目预计总投资 3,094.62 亿元，已完成投资 2,140.86 亿元，尚需投资 953.76 亿元；按公司在各个项目中权益占比来看，公司在建项目预计总投资 1,595.91 亿元，已完成投资 1,105.08 亿元，尚需投资 490.83 亿元。若同时考虑到拟建项目，截至 2018 年底，公司

拟建项目预计总投资 101.85 亿元，已完成投资 39.55 亿元，尚需投资 62.30 亿元；按照公司在各个项目中权益占比来看，公司拟建项目预计总投资 29.18 亿元，已完成投资 7.98 亿元，尚需投资 21.20 亿元。此外，公司未确权的一二级联动项目预期后续将有较大的投资支出压力。

公司销售情况较好，签约销售均价较高，公司可售项目较多，项目布局更趋均衡，为未来公司发展提供了有力保障；但需要关注重点调控城市项目的利润下滑风险以及三四线城市未来可能面临的去化压力。2018 年，公司签约销售回款率仍然不高。

2018 年，公司实现签约销售面积 379.12 万平方米，同比增长 58.83%，主要来自于杭州（占 18.86%）、福州（占 13.73%）、阜阳（占比 8.62%）和六安（占 8.35%）等地区；实现签约销售金额 753.49 亿元，较上年增长 49.99%，主要系签约销售面积增长所致，主要来自于杭州（占 36.70%）、福州（占 14.79%）和上海（占 10.68%）等地区；2018 年，公司签约销售均价为 1.99 万元/平方米，较上年略有下滑，主要系主力销售区域略有下沉所致，此外个别区域如杭州地区受限价的影响，项目利润率相对较低；签约回款率较由上年的 80.03%下滑至 79.33%，基本保持稳定但仍处于较低水平主要系受推盘节奏影响，年底推盘量增加较多所致。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一致，结转收入增幅高于结转收入面积增幅主要系 2017 年公司收购安徽海亮和宁波海亮使得三线及以下城市项目增加拉低了当年结转均价所致，具体情况如下表所示。

表 8　2016~2018 年公司销售概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积（万平方米）	140.39	238.69	379.12
签约销售金额（亿元）	246.39	502.35	745.19
签约销售均价（万元/平方米）	1.76	2.10	1.99
销售回款率（%）	89.38	80.03	79.33
结转收入面积（万平方米）	79.17	243.60	230.23
结转收入（亿元）	110.50	293.34	342.59

注：上表仅含并表项目
资料来源：公司提供

从公司可售项目（统计口径为在建项目的剩余可售面积及拟售项目的可售面积）情况来看，公司可售项目规模较大。截至 2018 年底，公司剩余可售面积合计 1,446.90 万平方米，较上年底基本保持稳定；其中，可售项目位于一线、二线、三线及以下城市的占比分别为 19.77%、42.49%和 58.47%，但需要关注调控政策对公司主要销售区域的影响（福州、上海、杭州等），上述区域近年拿地项目可能面临一定的利润空间下滑风险。

3．未来发展

公司未来战略重点为“聚焦、平衡、轻资产”，并实现销售目标的稳步发展

公司聚焦于住宅、改善和高品质，具体来看包括深耕一、二线核心城市，布局八大核心城市群；坚守中高端精品战略，聚焦高品质改善型住宅。公司平衡分为企业层面和行业层面，其中企业层面主要指规模、利润、杠杆之间的平衡，行业层面主要指增量与存量之间的长期平衡趋势，短期内聚焦增量、适度参与存量；具体来看包括公司积极主动管理负债水平逐步降杠杆、保持充足流动性以满足未来 12 个月基础运营资金支付、审慎拍地并通过合作开发减少资金压力。公司轻

资产主要指“项目合作，优势互补”以及“企业合作，管理输出”；具体来看包括通过资源协作达到项目利润最大化以及通过并购其他开发商已取得的低价土地权益，输出公司的管理和运营能力，使得项目收益率最大化。公司将做好规模、利润、杠杆之间的平衡，以实现 2019 年 1,400 亿元的合约销售目标。

六、财务分析

公司 2018 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 2018 年通过设立的方式新增 22 家子公司，但主要为项目公司，对财务数据的可比性影响一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,941.17 亿元，负债合计 1,542.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 398.68 亿元，其中归属于母公司所有者权益 181.01 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 343.67 亿元，净利润（含少数股东损益）45.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 32.53 亿元；经营活动现金流量净额为 144.13 亿元，现金及现金等价物增加额 32.97 亿元。

公司前期规模扩张明显，土地储备大幅增加，现有土地储备在一线城市、二线城市、三线及以下城市的分布相对均衡，资产受限情况有所改善；自 2018 年起，公司放缓拿地节奏，重点着眼于降杠杆的工作。但子公司股权质押的情况较为明显。

截至 2018 年底，公司资产总额 1,941.17 亿元，较上年底增长 18.54%，主要系流动资产的增加所致；其中，流动资产占 87.79%，非流动资产占 12.21%。截至 2018 年底，公司受限资产合计 484.52 亿元，占资产总额的 24.96%，较上年底减少了 16.99 个百分点，受限情况尚可；其中，货币资金因保证金和质押的定期存单等受限 22.58 亿元，存货、投资性房地产、固定资产和无形资产因用于借款抵押担保受限的规模分别为 388.21 亿元、56.62 亿元、12.72 亿元和 4.39 亿元。此外，公司还存在 22 家子公司股权质押的情况，出质股权数额合计 88.95 亿元。

截至 2018 年底，公司流动资产总额为 1,704.13 亿元，较上年底增长 19.01%，主要系存货的增长所致；主要由货币资金（占比 14.45%）和存货（占比 72.79%）构成。截至 2018 年底，公司货币资金为 246.23 亿元，较上年底增长 20.54%，主要系拿地节奏放缓使得投资支出减少以及销售回款增加的共同影响所致。截至 2018 年底，公司存货为 1,240.39 亿元，较上年底增长 24.37%，主要系公司处于高速发展期使得开发项目投入增加所致，未计提存货跌价准备；其中，开发产品占比 7.10%，开发成本占比 92.90%。

截至 2018 年底，公司非流动资产总额为 237.04 亿元，较上年底增长 15.32%，主要系长期股权投资和投资性房地产的增长所致；主要由长期股权投资（占比 30.71%）和投资性房地产（占比 58.07%）构成。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 72.79 亿元，较上年底增长 25.66%，主要系公司通过并购及其他合作方式新增非并表项目增加所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产为 137.64 亿元，较上年底增长 12.78%，主要系公司购建投资性物业项目（12.30 亿元）以及原有投资性房地产公允价值变动（11.03 亿元）的共同影响所致。

随着公司业务规模扩大以及2018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；2018年，公司着力于降杠杆并取得了较为显著的效果，债务规模和杠杆率均有明显下滑；但综合考虑公司长期借款到期期限以及应付债券的回售选择权期限，公司2019年及2020年仍存在一定的集中偿付压力，同时需要关注境外母公司融信中国美元债债务规模及融资成本。

截至2018年底，公司负债合计1,542.49亿元，较上年底增长19.92%，主要系流动负债的增加所致；其中，流动负债占76.94%，非流动负债占23.06%。

截至2018年底，公司流动负债合计1,186.87亿元，较上年末增长56.25%，主要系预收款项的增加所致；主要由应付款项（占比8.16%）、预收款项（占比54.11%）、其他应付款（占比12.37%）和一年内到期的非流动负债（占比14.64%）构成。截至2018年底，公司应付票据及应付账款为101.57亿元，较上年底增长60.33%，主要系期末在建项目规模增加使得暂估应付工程款增加所致。截至2018年底，公司预收款项为642.18亿元，较上年底增长55.05%，主要系公司前期开发的达到预售条件的项目增加使得签约销售规模大幅增加所致。截至2018年底，公司其他应付款为146.87亿元，较上年底增长40.11%，主要系公司有大量的合作开发项目所致。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为173.70亿元，较上年底增长90.45%，主要系公司将2019年到期/回售的部分应付债券（具体指“16融信01”、“16融信03”、“16融信04”、“16融信05”和“18融信01”中的14.8亿元）重新分类至该科目；其中，一年内到期的长期借款为103.91亿元，一年内到期的应付债券为69.80亿元。截至目前，“16融信03”和“16融投02”已兑付完毕，具体情况如下表所示。

表 9　截至 2018 年底公司债券明细表（单位：亿元、年）

债项简称	发行日期	期限结构	发行金额	截至 2018 年底余额	回售日	到期日	备注
15 融信 01	2015-12-24	3+1+1	12	11.97	2019-12-24	2020-12-24	
16 融信 01	2016-1-18	3+1+1	13	13	2019-1-18	2021-1-18	
16 融信 03	2016-5-3	2+1	5.5	2.85	--	2019-5-3	已到期兑付
16 融信 04	2016-6-27	3	10.5	10.5	--	2019-6-27	
16 融信 05	2016-8-1	2+1	29	29	--	2019-8-1	
16 融投 01	2016-1-26	2+1+1	31	17.5	2019-1-26	2020-1-26	已于 2019-6-17 提前偿还
16 融投 02	2016-2-19	2+1+1	4	0.1	2019-2-19	2019-2-19	已到期兑付
18 融信 01	2018-11-28	1+1+1	20	20	2019-11-28	2021-11-28	

资料来源：公司年报

截至2018年底，公司非流动负债合计355.62亿元，较上年末减少32.47%，主要系长期借款和应付债券减少的共同影响所致；主要由长期借款（占比91.17%）构成。截至2018年底，公司长期借款为324.23亿元，较上年底减少15.61%，一方面系2018年公司重在降低杠杆率、优化财务结构所致，另一方面系境外股东融信中国通过发行期限较长的美元债等方式提高有息负债平均还款期限，适当降低开发贷等有息借款余额所致；需要说明的是审计机构通过询证工作，认定“15融信01”、“16融投01”[1]、“16融投02”的全部余额和“18融信01”中的5.20亿元机构投资者不回售的事实成立，从而未将该部分调整至一年内到期的非流动负债科目而是计入长期借款；此外，境外股东融信中国（公司在融信中国中总资产占比95.42%、净资产占比111.93%、收入占比99.64%、净利润占比209.59%）美元债规模持续扩大，2018年新增美元债8.00亿美元，2019年以来新增美元债15.00亿美元，母公司层面债务负担有所加重，考虑到母公司的债务偿债来源本质主要来自于公司，其债务规模及融资成本需予以关注。截至2018年底，公司应付债券余额为0，主要系部分转入长期借款（本金34.77亿元），部分转入一年内到期的非流动负债（本金69.80亿元）科目所致。

截至2018年底，公司全部债务为541.69亿元，较上年底减少14.60%，主要系公司2018年放缓拿地节奏的同时积极降低财务杠杆优化债务结构的共同影响所致；其中，短期债务和长期债务占比分别为40.14%和59.86%。从债务期限结构来看，公司2019年到期债务规模为217.46亿元、2020

[1] 考虑到公司流动性相对充裕，为优化债务结构，公司决定于 2019 年 6 月 17 日提前偿还“16 融投 01”。

年到期债务规模为183.23亿元、2021年及以后到期的债务规模在135亿元左右，公司2019年及2020年到期债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。截至2018年底，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为79.46%和57.60%，分别较上年底提高0.91和降低6.75个百分点，主要系公司以降杠杆为核心目标主动缩减债务规模同时放缓拿地节奏的共同影响所致；长期债务资本化比率为44.85%，较上年底降低13.58个百分点，主要系公司长期借款减少、部分应付债券将于2019年到期以及将部分面临回售选择权的应付债券调整至一年内到期的非流动负债的共同影响所致。

2017~2018年，公司所有者权益中存在27.42亿元和9.05亿元的永续债。若将永续债调整至长期债务，截至2018年底，公司全部债务为550.73亿元，较上年底下降16.77%；其中，短期债务和长期债务占比分别为39.48%和60.52%，仍以长期债务为主。截至2018年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为79.93%和58.57%，分别较上年底增加0.29和减少8.57个百分点；长期债务资本化比率为46.10%，较上年底下降15.57个百分点，公司实际债务负担尚可。

2018 年公司通过增资、合作开发以及以往项目结转等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进一步扩大，所有者权益的稳定性一般。

截至 2018 年底，公司所有者权益为 398.68 亿元，较上年底增长 13.50%，主要未分配利润和少数股东权益大幅增长所致。截至 2018 年底，公司归属于母公司的所有者权益为 181.01 亿元，占比为 45.40%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 22.24%（较上年底增长 2.00 亿元主要系股东增资所致）、其他权益工具占 5.00%（较上年底减少 18.37 亿元主要系南充市商业银行和平安银行赎回本金及利息所致）、资本公积占 24.27%（较上年底增加 2.76 亿元主要系本期收到实收资本溢价所致）、未分配利润占 46.27%。截至 2018 年底，公司少数股东权益为 217.67 亿元（占比由上年底的 52.76%增加至 54.60%），较上年底增长 17.45%，主要系合作开发项目增加所致。

2018年公司经营规模继续扩大，同时，考虑到公司非并表合作开发项目规模上升较快，未来公司对合作开发产生的投资收益依赖程度将有所上升；但部分地区受限价政策的影响，公司盈利能力有一定的下滑风险。

2018 年，公司实现营业收入 343.67 亿元，较上年增长 14.22%，主要系公司开发规模逐年扩大，随着项目开发完成竣工验收结转规模增加所致；公司实现净利润 45.06 亿元，较上年增长 32.41%，主要系公司竣工验收结转规模增加以及投资收益增加的共同影响所致。2018 年，公司主营业务毛利率由上年的 20.05%上升至 23.82%，主要系 2017 年 7 月公司非同一控制下收购安徽海亮和宁波海亮，该部分当期结转项目毛利率为零（结转成本为收购成本而非实际营业成本，因此结转收入等于结转成本），而 2018 年该影响逐步消除所致。

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 2.54 亿元和 10.01 亿元，分别占当期营业利润的 5.30%和 16.59%，投资收益对公司盈利的影响有所提升，但合作开发项目投资收益的确认有一定的时间差异和波动。2018 年，公司公允价值变动收益为 11.22 亿元，同比下降 42.60%，主要系原有投资性房地产公允价值变动所致，但可持续性较差。

2018年，公司费用总额为19.03亿元，同比增长42.34%。受公司业务规模扩大以及合并范围变动的共同影响，2018年公司销售费用为10.13元，同比增长23.26%；管理费用为10.46亿元，同比增长90.72%。2018年，公司财务费用为-1.56亿元，主要系随着公司规模扩大、现金及现金等价物的利息收入增加所致。2018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4.68%、3.31%和12.02%，同比分别增长0.50个百分点、下降0.31个百分点和增长0.87个百分点。但受到限

价政策的影响以及拿地成本的高企，未来公司盈利能力有一定的下滑风险。

受签约销售增加以及拿地节奏放缓的共同影响，2018 年，公司经营活动现金流有明显改善，但考虑到期末在建规模的扩大以及一二级联动项目的摘牌入市和开发建设，预计公司未来建安支出将大幅增加；受合作开发项目预分红大幅增加的影响，投资活动现金流出净额的规模有所减少；2018 年，公司为降低财务杠杆集中偿付大量有息债务，筹资活动现金流变为净流出。

受销售规模扩大的影响，2018年公司经营活动现金流入为745.93亿元，同比增长12.56%；受公司放缓拿地节奏的影响，经营活动现金流出为601.80亿元，同比下降20.67%。2018年，公司经营活动产生的现金净流出为144.13亿元（上年同期为-95.86亿元），由负转正，主要系公司2018年签约销售增加但土地支出减少所致。

2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-45.47亿元（上年同期为-70.52亿元），主要系合营联营项目预分红大幅增加所致。

2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额由 2017 年的 232.68 亿元变为-65.69 亿元，由正转负，主要系公司控制负债率，当期集中偿还有息负债规模较大所致。

2018 年公司债务负担有所下降；同时，考虑到公司土储及可售项目规模较大，未来签约销售规模较有保证，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率、速动比率分别为 1.44 倍和 0.39 倍，分别较上年底的 1.89 倍和 0.57 倍有所下降，主要系公司预收款项增幅较大所致；现金短期债务比由 1.45 倍下降至 1.14 倍，主要系部分应付债券将于 2019 年到期以及将部分面临回售选择权的应付债券调整至一年内到期的非流动负债的共同影响所致，但仍有较好的保障效果。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 61.27 亿元，同比增长 27.99%，主要系项目竣工结转增加、投资性物业评估增值增加的共同影响所致；其中利润总额占比超过 96%。2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数由 1.49 倍下降至 1.19 倍，EBITDA 全部债务比由 0.08 倍上升至 0.11 倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司授信总额度为 1,224.01 亿元，尚未使用额度为 651.09 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司的对外担保合计 42.27 亿元，较上年底增长 20.94%，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、郑州、上海、杭州和陕西等，公司或有负债风险可控。

截至 2018 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，截至 2019 年 2 月 20 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）和 1 笔欠息（发生于 2014 年 10 月 22 日，公司财务计算利息时发生错误，导致扣息时账户余额不足，次日发现后立即存入补足利息差额，并非公司恶意欠息），无未结清不良/关注类信贷信息。

七、公司债券偿债能力分析

截至 2019 年 5 月底，公司在存续期内的公开发行债券的待偿本金合计 24.82 亿元。从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产为待偿本金合计的 9.95 倍，净资产为待偿本金合计的

16.06 倍。从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为待偿本金合计的 2.47 倍。从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入量为待偿本金合计的 30.05 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待偿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，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

为实现降杠杆的财务目标，2018 年公司在大量偿还有息借款的同时放缓了拿地节奏，经营活动现金流得到了明显改善、债务规模也呈现大幅下降。2018 年，公司可售房源及土地储备货值一、二线城市占比仍然较高，且郑州及太原未确权的一、二级联动项目预计将于 2019 年开始大规模的陆续摘牌入市，销售前景较好。但联合评级也关注到公司主要土地储备已进入部分三四线城市，该类城市未来去化可能存在一定风险；在建、拟建、合作开发及尚未确权的一二级联动项目存在一定的资金支出压力，限价区域项目盈利空间有一定下滑风险，2018 年签约销售回款率仍然不高；合作开发规模的扩大带来的少数股东权益占比继续增加以及可能加大公司的项目进度管理和资金调配难度等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来随着公司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	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	962.42	1,637.50	1,941.17
所有者权益（亿元）	259.17	351.27	398.68
短期债务（亿元）	80.57	140.58	217.46
长期债务（亿元）	305.05	493.71	324.23
全部债务（亿元）	385.62	634.29	541.69
营业收入（亿元）	110.51	300.87	343.67
净利润（亿元）	16.01	34.03	45.06
EBITDA（亿元）	20.88	47.87	61.27
经营性净现金流（亿元）	-162.27	-95.86	144.13
存货周转次数（次）	0.25	0.35	0.23
总资产周转次数（次）	0.17	0.23	0.19
现金收入比率（%）	199.28	167.46	172.03
总资本收益率（%）	3.62	4.18	4.68
总资产报酬率（%）	3.09	3.62	3.31
净资产收益率（%）	9.57	11.15	12.02
营业利润率（%）	16.18	13.06	17.07
费用收入比（%）	6.45	4.44	5.54
资产负债率（%）	73.07	78.55	79.46
全部债务资本化比率（%）	59.81	64.36	57.60
长期债务资本化比率（%）	54.07	58.43	44.85
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.49	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.08	0.11
流动比率（倍）	2.28	1.89	1.44
速动比率（倍）	1.27	0.57	0.39
现金短期债务比（倍）	1.66	1.45	1.14
经营现金流动负债比率（%）	-42.36	-12.62	12.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.84	1.93	2.47

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；
3、待偿本金为截至 2019 年 5 月底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。