

信用等级公告

联合[2019]247 号

融侨集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对融侨集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

融侨集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

融侨集团股份有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

李月

二零一九年五月二十二日

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>

融侨集团股份有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 20 亿元（含）

债券期限：债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 5 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	617.34	773.17	966.44
所有者权益（亿元）	130.54	157.12	174.23
长期债务（亿元）	224.66	237.33	307.92
全部债务（亿元）	290.20	346.41	476.12
营业收入（亿元）	110.06	111.16	133.94
净利润（亿元）	10.03	7.64	9.60
EBITDA（亿元）	17.36	19.90	27.23
经营性净现金流（亿元）	-70.97	-71.16	-12.42
营业利润率（%）	14.13	18.97	30.11
净资产收益率（%）	8.34	5.31	5.79
资产负债率（%）	78.85	79.68	81.97
全部债务资本化比率（%）	68.97	68.80	73.21
流动比率（倍）	2.08	1.83	1.79
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.05	0.96	1.01
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.87	0.99	1.36

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对融侨集团股份有限公司（以下简称“公司”或“融侨集团”）的评级反映了公司作为国内排名前列的房地产企业，在行业地位、项目规模、开发经验等方面具备竞争力，尤其在福州地区拥有较高品牌知名度。公司土地储备成本合理，房地产业务毛利率较高，在建项目主要位于二线城市，近年来销售面积和销售金额快速增长。同时，联合评级也关注到房地产行业受调控政策影响较大、公司土地储备规模较小、项目区域集中度较高、在建及拟建项目尚需投资规模较大、债务负担较重和经营活动现金流持续为净流出等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

近年来公司加快开发进度，在建项目规模较大；未来随着在建项目陆续销售，公司收入和利润水平有望进一步提升，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状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很小。

优势

1. 公司具有多年房地产开发经验，是福州地区的房地产龙头企业之一，品牌知名度较高。

2. 公司土地储备成本合理，房地产业务毛利率较高；在建项目规模较大且主要位于二线城市，能够满足未来一段时期内的销售需求。

3. 近年来公司销售情况良好，协议销售面积和销售金额逐年增长。

关注

1. 房地产调控政策短期内不会退出，房地产企业受各项调控政策的影响较大。公司位于福州的项目占比较大，容易受到福州房地产市场波动和调控政策的影响，面临一定的区域集中风险。

2. 公司目前土地储备规模较小，且在在建及拟建项目尚需投资规模较大，考虑到公司的销售回款规模，以及公司需持续扩大规模、拓展项目储备，公司面临较大的资金支出压力。

3. 近年来，公司债务规模扩张较快，债务负担较重；公司资产受限比例较高，所有者权益的稳定性一般，公允价值变动损益对利润的影响较大，经营性现金流持续净流出。

分析师

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@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

除因本次信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

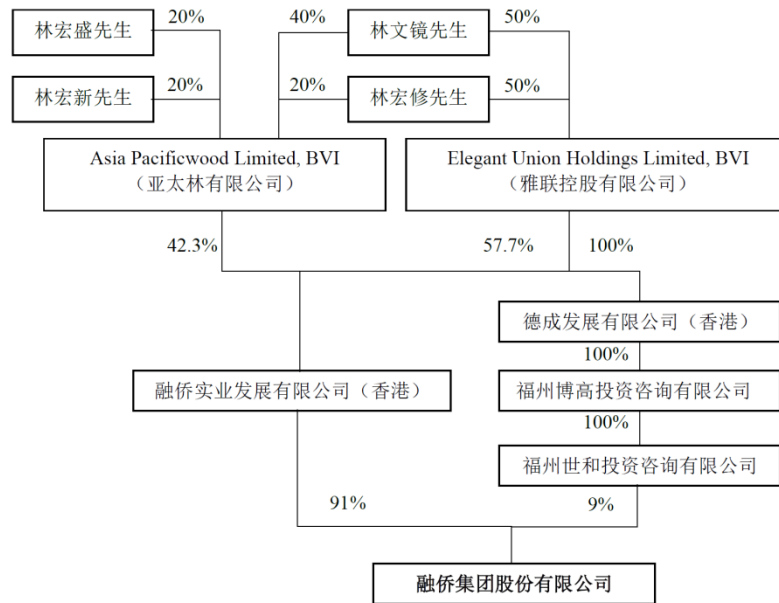


联合信用评级有限公司

一、主体概况

融侨集团股份有限公司（以下简称“公司”或“融侨集团”）前身为融侨（福建）房地产有限公司，系于 1998 年 10 月经福建省对外经济贸易委员会“闽外经贸资字[1998]115 号文”批准，由融侨实业发展有限公司（以下简称“融侨实业”）独资设立的外商投资企业，初始注册资本为 1,210.00 万美元。2007 年 11 月，公司改制为股份有限公司，公司名称变更为现用名。历经多次增资和股权变更，截至 2018 年底，公司注册资本及实收资本为 122,368.00 万元，融侨实业是公司控股股东，持股比例为 91.00%，林宏修先生是公司实际控制人¹。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

注：林文镜先生与林宏盛先生、林宏新先生和林宏修先生均为父子关系。

公司经营范围：福州市鼓楼区洪山镇西河地块，仓山区西至聚龙路、南临建华州、北到建新镇郭厝里地块，台江区六一中路东侧地块规划范围内从事住宅开发及相关的物业管理。出售和出租自建商品房；物业管理；开发建设金山大桥；信息咨询服务。

截至 2018 年底，公司本部设法务管理中心、运营管理中心、产品研发中心、工程管理中心、成本管控中心等中心（见附件 1）；纳入公司合并范围的子公司共 624 家，公司在职员工 1,378 人。

截至 2018 年底，公司资产总额 966.44 亿元，负债合计 792.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 174.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 136.15 亿元。2018 年，公司实现营业收入 133.94 亿元，净利润（含少数股东损益）9.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.42 亿元，现金及现金等价物净增加额 37.29 亿元。

公司注册地址：福州市闽江大道 167 号；法定代表人：林宏修。

¹ 林文镜先生于 2018 年 7 月 2 日过世，其股权继承相关手续目前正在依照相关适用法律办理中。根据公司说明并经公司全体股东一致确认，林文镜先生股权继承相关手续预计将在 2020 年 7 月前办理完毕，在此之前，林宏修为公司实际控制人，不会发生变更。

二、本期债券及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“融侨集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期发行规模为不超过人民币 20.00 亿元（含 20.00 亿元），债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；本期债券票面金额为 100 元，采用单利按年计息，不计复利。本期债券的最终票面利率将根据簿记建档结果确定。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元），其中 7 亿元拟用于公司住房租赁项目建设，3 亿元拟用于补充公司营运资金，10 亿元拟用于偿还到期或回售公司债券、支付公司债券利息。

三、行业分析

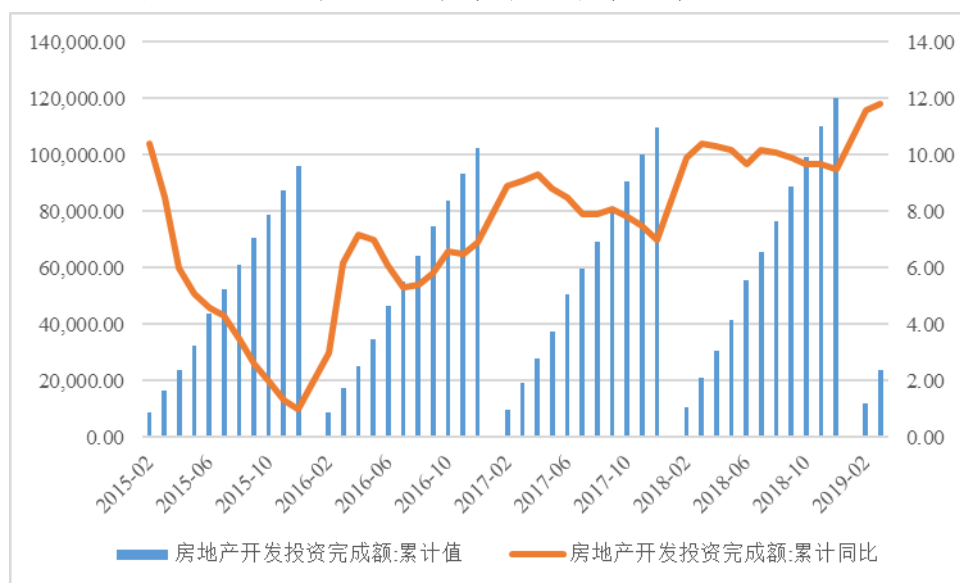
目前，公司主要从事房地产开发与销售。近三年，公司房地产销售收入占主营业务收入的比重均超过 90%，为公司收入和利润的主要来源，房地产行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

1. 行业概况

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、品牌化和规范化运作，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。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581.00 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799.00 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。2019 年 1 季度，全国房地产开发投资 23,803.00 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，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。

图 2 2015~2019 年 3 月全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind

总体看, 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、波动较大。受国家政策导向的影响, 房地产投资增速 2016 年后有所回升, 2018 年之后在土地购置费、新开工增加带动下保持高位。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源, 土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大, 同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。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行为, 加之需求端限购等政策, 导致部分房企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。

2016 年, 土地供求总量小幅下降, 整体分化趋势不改, 重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年, 除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外, 一、三线城市均有较大幅度下降; 除一线城市土地出让金下降 16%外, 二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外, 各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%; 二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%; 三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看, 一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地, 二线城市涨幅较大, 地王频出。

2017 年, 全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米, 同比增加 8%; 土地出让金总额为 40,623 亿元, 同比增加 38%。其中, 住宅用地成交面积 35,433 万平方米, 同比增加 24%; 商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米, 同比减少 10%。分城市来看, 2017 年, 一线城市土地供应持续放量, 成交量及出让金随之上涨, 但受调控政策影响, 楼面均价及溢价率有所下滑; 二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平, 土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄, 溢价率各季度均同比下降, 土地市场总体趋稳; 三、四线城市内部热度分化。

2018 年, 土地供应量继续上扬, 全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米, 同比增长 20%;

土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。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。

2019 年 1~3 月，土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标均不同程度下降；其中一线城市供求双涨，但高溢价率现象明显减少；二线城市成交量价均降，溢价率较去年同期变化不大；三四线城市供求、成交均价和溢价率均出现较大程度下滑。2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。

表 1 2016~2019 年 3 月全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
推出面积	103,212	111,907	128,440	25,204
同比	-9	8	20	-7
成交面积	85,885	95,036	105,492	20,686
同比	-3	8	14	-14
出让金	29,047	40,623	41,773	8,281
同比	31	38	2	-16
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,176
同比	40	26	-11	-3
土地平均溢价率	43	29	13	13
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 6 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年至 2019 年一季度房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长

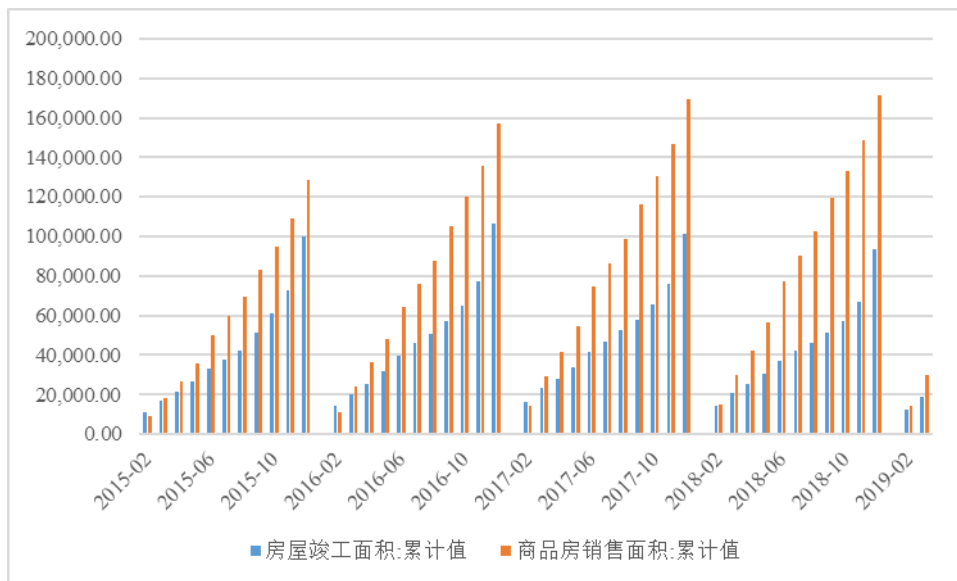
9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。2019年1~3月，房地产开发企业到位资金38,948.00亿元，同比增长5.90%，增速较前两月回升3.8个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率2019年以来连续三月下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

总体看，2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，2019年一季度房企融资环境有所改善。

（3）市场供需情况

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128.00万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185.00万平方米，同比增长4.6%。

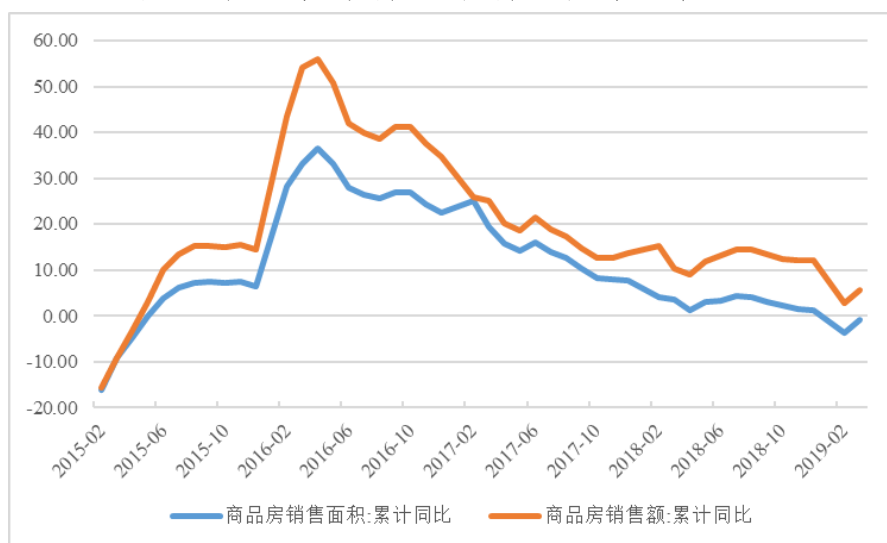
图3 2015~2019年3月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

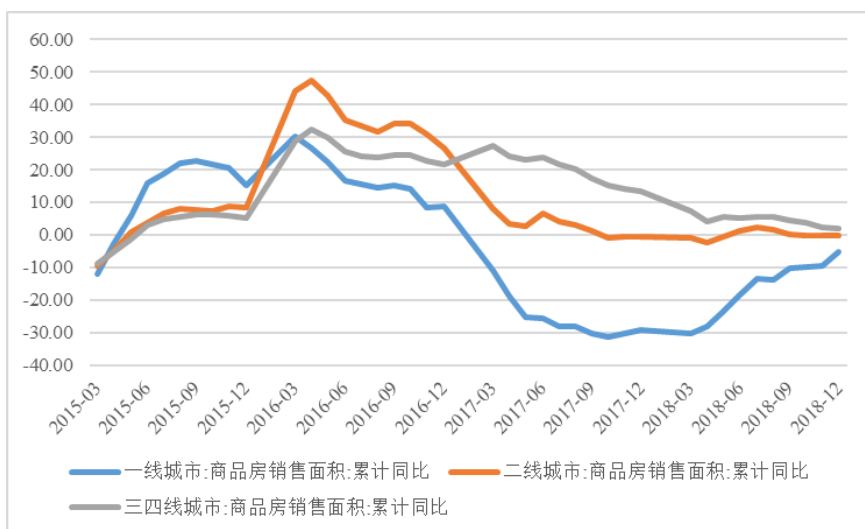
图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级搜集整理。

注：二线城市数据用 Wind40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替。

2019 年 1~3 月，全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019 年一季度，销售面积增速下滑，但在因城施策的结构性宽松下，一二线城市景气度回升。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

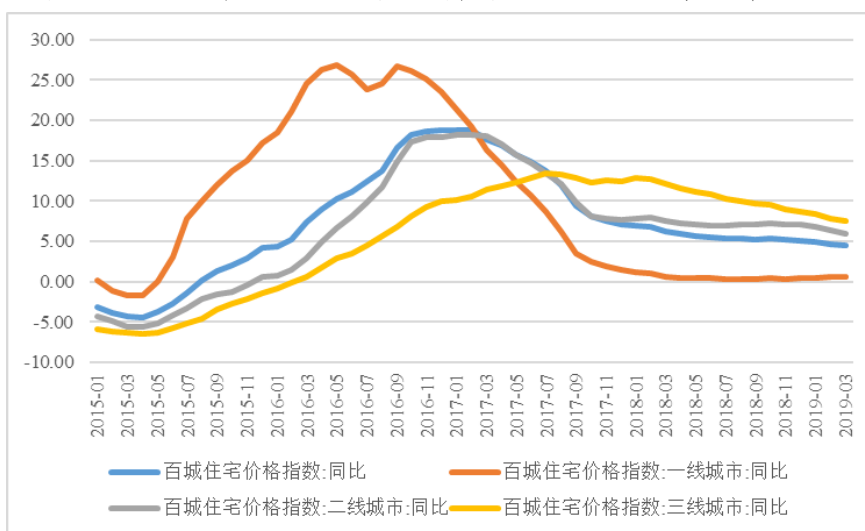
2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年末，百城住宅平均价格为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

2019 年一季度，百城住宅价格指数同比继续收窄，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年底触底回升，二三线城市住宅价格指数增速继续下行。

图 6 2015~2019 年 3 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，

一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年一季度，一线城市价格增速触底回升，二三线价格增速继续下探。

3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，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。

2016 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 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 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 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 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年，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%；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%，集中度继续提升。

表 2 2016~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	15.94	20.03	25.74

资料来源：CRIC

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，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿元阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2019 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	中海地产
2	万科企业	7	龙湖集团
3	碧桂园	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	保利地产	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

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

2016年下半年,全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫,北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017年,调控政策不断加码,与以往调控政策相比体现为三个特点:第一,热点城市的政策出台“高频次”;第二,调控城市覆盖范围广;第三,政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策,在供给端限制供应的增加,另一方面政府又通过需求端调控(主要是因城施策和货币周期淡化等)防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定,为长效机制的加速落实提供窗口期,最终达到房地产长期稳定,“房住不炒”的效果。

表4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016年“十一假期”	2016年“十一假期”期间,全国一线及重点二线合计21个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策,从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016年11月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策,加强限购限贷
2017年3月	2017年3月以来,全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策,此次调控范围进一步扩大
2017年4月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》,从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策,“稳定房地产市场,坚持政策连续性稳定性,加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发<北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则(试行)>的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度,让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁,保护租赁利益相关方合法权益,支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性,分清中央和地方事权,实行差别化调控
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

2017年10月,习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告,明确提出,“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度,让全体人民住有所居”,十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月,中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道

保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“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。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月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”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，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发表重要讲话，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5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“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”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

中共中央政治局2019年4月19日召开会议，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。”房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

总体看，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。

5. 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

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资

政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，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。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

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将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿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。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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。2017 年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，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。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年以来，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，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这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，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，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。

7. 区域经济

2016~2018年，福州市经济运行总体呈现平稳态势，产业结构得到优化，质量效益逐步提升，为房地产市场提供了较为稳定的宏观经济环境。2016~2018年，福州市分别实现全区生产总值6,197.77亿元、7,104.02亿元和7,856.81亿元，分别同比增长8.5%、8.7%和8.6%。全市人均地区生产总值分别为8.23万元、9.33万元和10.20万元，分别同比增长7.5%、7.6%和7.4%。2016~2018年，福州市常住人口分别为757万人、766万人和774万人，分别同比增长0.93%、1.19%和1.04%。

2016年上半年，福州市房地产市场较火热，在政策宽松和地王频出的催化下，福州市房价快速上涨，成交量也有所上扬。但随之而来的是楼市过热、哄抬房价等不良现象。进入下半年，中国各地城市的房地产限购愈演愈烈，福州市10月6日晚印发《福州市人民政府办公厅关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的补充通知》，明确福州市从10月7日起实施商品住房限购政策，对3种类型居民家庭，暂停向其销售本市五城区范围内建筑面积144平方米及以下的商品住房，规定福州五区的市民对144平以下房源限购2套，同时提升了首套房和二套房的首付比例，自10月7日起执行。除通过限贷限购来遏制投机和改善型需求外，政策调控还从各方面同时展开，包括加强土地市场监管、加强开发商和中介管理、金融监管等方面。2016年10月20日，福建省人民政府办公厅发布《关于进一步加强房地产市场土地调控的通知》，要求做好本地区房地产市场需求预测，合理确定房地产市场土地供应规模，定期通报上月各市、县房地产库存及去化周期等情况动态采取相应土地调控措施，合理调控房地产用地供应节奏。同时，完善土地公开出让方式，采取“限地价，竞房价”或“限地价，竞配建”的方式来防范地价过快上涨。《通知》还规定要加强房地产购地资金的监管，逐步降低融资杠杆，严禁房地产开发企业通过发行债券、信托计划、资产管理计划等融资的资金用于支付土地出让价款，各级金融监管部门要加强监管，严禁资金违规进入房地产土地市场。

2017年3月28日，福州市限购政策再度升级，对首付比例、住房交易时间、购房资格门槛等都有了更严格的界定和更高的门槛。10月2日，福建省政府出台房地产市场调控新政《关于进一步加强房地产市场调控的八条措施》，通过加强商品房预售监管、完善土地出让方式控制楼面地价上涨、年内启动一批共有产权住房建设并实现常态化供应、增加租赁住房供应、扩大公共租赁住房保障范围、三年内基本完成棚户区改造、督促开发企业按照土地合同约定开竣工、严厉打击房地产市场违法违规行为等八条措施，以新的政策“组合拳”坚决遏制部分房价不合理上涨、上涨过快，让房子回归居住属性。

2018年5月28日，福州市政府发布《关于进一步整治房地产市场秩序的实施意见》（榕政综〔2018〕174号），其中规定要严厉整治、严格执法、严肃查处房地产企业五项违法违规行为，其中包括超出政府规定的装修标准，超额收取装修费用；此外还规定，福州市也明确接下来将严格执行“一房一价”制度，严格执行备案价销售，即便是开发企业按精装修申报，也要接受政府限价管控。同日，福州市发布人才共有产权住房政策，市委组织部、市人社局等部门近日联合印发《福州市人才共有产权住房实施方案》实施细则的通知，对人才共有产权住房申请审核程序、退出方式等方面进一步明确。在供应对象方面，人才共有产权住房是面向引进到福州市工作，符合人才引进相关条件的福建省引进高层次A、B、C类人才和福州市三个层次创新创业人才（以下统

称为“人才”）供应的，由人才与市国有房产管理中心共同出资购买，并按出资比例在一定期限内共同持有产权份额的商品住房；在房源选购方面：人才可以自行在福州市范围内的商品住房项目（不含二手房）中选购人才共有产权住房，也可以在福州市面向社会公开销售的共有产权住房项目中选购。

在此背景下，2016~2018年，福州市土地购置面积分别为164.35万平方米、158.69万平方米和339.43万平方米，分别同比变动-20.90%、-3.40%和113.90%，2018年福州市土地购置面积大幅上涨；2016~2018年，福州房屋施工面积分别为7,760.77万平方米、7,947.59万平方米和7,921.37万平方米，分别同比变动-0.50%、2.41%和-0.30%；竣工房屋面积分别为823.82万平方米、1,155.74万平方米和722.66万平方米，分别同比变动-22.58%、40.29%和-37.50%。2016~2018年，福州商品房销售面积分别为1,221.33万平方米、1,685.46万平方米和1,711.05万平方米，分别同比变动33.52%、38.00%和1.50%；2016年，福州市房地产市场快速升温，商品房销售面积大幅增长；2017年，福州房地产市场继续保持稳定增长态势；2018年，福州市商品房销售面积同比变动不大。

总体看，近三年，福州市积极引进人才，房地产市场景气度有所回升并趋于稳定；但当地出台一系列限购、限售以及限价的房地产调控政策较严格，对房地产项目的开发销售具有较大影响。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司业务范围涉及住宅地产、商业地产、物业管理和酒店餐饮，拥有房地产开发一级资质、国家一级物业管理资质。公司成立于1998年，从事房地产开发业务约20年，开发经验丰富。公司在多年的开发建设中，建立起标准化、科学化、系统化、精细化的质量管理体系，形成过程质量控制和成本控制机制。公司坚持并且贯彻“为居者着想，为后代留鉴”，秉持构建理想城市生活的理念。截至2018年底，公司并表口径土地储备建筑面积168.09万平方米，土地储备规模一般。

公司以福州、上海为双核心城市，重点布局一线重点城市与省会城市、强二线城市核心地段。目前，公司业务拓展至福州、上海、南京、武汉、合肥、天津、无锡、淮安、郑州、厦门、福清、龙岩等城市，深耕福州及其周边地区，并形成了全国性的业务布局。公司是福州地区的房地产龙头企业之一，在福州市拥有很强的品牌竞争力。

公司连续7年位居中国房地产业协会“中国房企品牌价值榜”前20强，2018年公司以188亿元的品牌价值位居第18名；公司连续8年位居中国房地产业协会“中国房地产百强榜单”前30强，2018年位居第28名；公司连续5年蝉联中国房地产业协会“中国房企经营绩效榜”第2名。2018年，公司在中华全国工商业联合会评选的“中国民营企业500强”中位列福建省第5名。公司位列克而瑞发布的《2018年度中国房地产企业销售TOP200》流量金额排行第40名、权益金额排行第31名。

总体看，公司房地产开发经验丰富，深耕福州及其周边地区，并形成了全国性的业务布局，在全国房地产企业中排名前列，在福州地区拥有很强的品牌竞争力。

2. 人员素质

截至2018年底，公司共有董事、监事及高级管理人员共13人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长兼总裁林宏修先生，1951 年出生，大学学历，印尼国籍，现任印尼 Indocement 水泥厂总裁、香港第一太平上市公司的董事及菲律宾电信集团董事。林宏修先生自 2010 年 11 月至今，担任公司总裁，并自 2018 年 3 月起，担任公司董事长。

截至 2018 年底，公司在职工 1,378 人；从岗位构成来看，管理人员 851 人，基层员工 527 人；从学历构成来看，硕士及以上 4 人，本科 662 人，专科 568 人，高中及以下 144 人；从年龄构成来看，30 岁以下员工 440 人，30~50 岁员工 925 人，50 岁以上员工 13 人。

总体看，公司核心管理团队从业时间较长，具有丰富的从业经验；员工素质能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》等法律法规的规定，建立了完整的法人治理结构框架，运作和管理符合现代企业制度的要求。

公司设股东大会，由全体股东组成，是公司的权力机构，负责决定公司经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会的报告等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由五名董事组成，设董事长一人，副董事长两人。董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生和罢免。董事会负责执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案等。

公司设监事会，由三名监事组成，其中股东监事二人，职工监事一人。监事每届任期三年，股东担任的监事由股东大会选举或更换，职工担任的监事由公司工会或职工代表大会民主选举产生或更换，监事可连选连任。监事会负责检查公司的财务及其他监督职责等。

公司设总经理一名，常务副总经理、副总经理若干名。总经理、常务副总经理、副总经理由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，负责主持公司的业务经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度业务经营计划和投资方案等。

总体看，公司法人治理结构完善。

2. 管理水平

截至 2018 年底，公司本部设法务管理中心、运营管理中心、产品研发中心、工程管理中心、成本管控中心等中心，部门设置合理。公司建立了较完善的内部管理控制体系，经营管理运作较规范。

对子公司的管理方面，公司针对项目投资决策、子公司董监高人员配备、财务资金管理和品牌管理等方面实行集团化统一管控，保持公司经营管理的统一性。针对子公司业务和经营管理的重要领域，公司制定了一系列规范指导文件，随着相关管理制度、决策程序、授权机制的持续完善，公司对子公司的管理效率和效果逐步得到提升。

投资管理方面，公司制定了《融侨集团投资流程管控体系》。公司设投资评审小组，包括各职能部门负责人，对项目进行投资评审。公司设投资决策委员会，根据城市公司汇报情况及投资评审小组意见，结合集团战略及资金安排，决策是否参加竞拍、缴纳保证金、决定竞价区间，并进行资金筹划，确认项目落地；对二手、运作类项目的合作协议重大条款进行决策。根据项目实际情况，公司设跨职能专项小组，向投资决策委员会负责，进行具体业务操作。

采购管理方面，公司制定了《工程与材料招标采购管理制度》、《采购模式分类管理制度》等相关制度，明确了采购授权、各部门职责、合格供应商审批流程、招标流程、议标流程、供应商管理等方面，将采购模式分为集团战略（集中）采购、区域战略（集中）采购与单项采购三种进行管理。

产品设计管理方面，公司产品研发中心负责对设计业务进行全面管理和资源调配，负责对公司下属各项目进行设计评估，对产品的预期目标、执行过程、客户反馈、经济效益、社会效益等进行信息采集、定性定量分析，为后续新项目产品策划提供方向，对各项目所有设计业务进行全过程管控和指导，定期抽查各子公司设计制度执行和设计管理情况。

营销管理方面，公司品牌营销中心负责组织制定营销战略规则，建立、健全各项营销管理制度，包括新项目的前期设计、研究工作，新产品推广计划与策略，组织政策、市场信息的收集与分析，品牌发展规划与推广工作，统筹各子公司按揭回款工作等。

财务管理方面，公司财务管理中心负责组织实施各项财务管理活动，建立健全会计核算体系、报表及报告体系、业务审批流程、财务内部控制管理体系。财务管理中心负责审核、组织编制公司合并财务报表、财务分析报告、年度预算、财务计划、计划执行情况报告、年度结算方案、所得税汇算清缴方案、土地增值税清算方案、年度计划与预算等报告。

对外担保管理方面，公司原则上尽量避免对外担保，对外担保事项必须经董事会或股东大会审议批准，上述对外担保行为不包括公司为购房客户提供的按揭担保。

总体看，公司制定了较为完善的内控管理制度，管理运作有序。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产销售收入、物业服务收入和酒店餐饮收入。2016~2018 年，受房地产结转收入规模变动影响，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长 10.23%；公司净利润波动下降，年均复合下降 2.18%，2017 年净利润减少主要系投资收益大幅减少所致，2018 年净利润同比增长主要系公司房地产业务结转收入增长、项目毛利率提升所致。

从收入结构来看，房地产销售业务是公司主要收入来源。2016~2018 年，公司房地产销售收入分别为 105.91 亿元、102.98 亿元和 126.49 亿元，波动增长，在主营业务收入中的占比均在 95% 以上；公司物业服务收入持续增长，年均复合增长 40.61%，主要系物业管理规模扩大所致；酒店餐饮收入逐年增长，年均复合增长 22.33%，主要系酒店新开业所致；2018 年，公司新增工程施工业务收入 0.33 亿元；公司其他收入主要为幼儿园收入等，规模较小。物业服务、酒店餐饮、工程施工和其他收入占比均很低，对公司收入影响很小。

表 5 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	105.91	96.89	29.35	102.98	95.43	28.36	126.49	95.24	34.57
物业服务	1.74	1.59	-25.33	2.08	1.93	-21.74	3.44	2.59	-1.05
酒店餐饮	1.41	1.29	12.32	1.88	1.74	36.55	2.11	1.59	24.88
工程施工	--	--	--	--	--	--	0.33	0.25	11.60
其他	0.25	0.23	30.73	0.97	0.90	38.72	0.44	0.33	43.12
合计	109.31	100.00	28.26	107.91	100.00	27.63	132.81	100.00	33.47

资料来源：公司审计报告

从毛利率来看，房产销售业务占比很高，公司综合毛利率受房产销售业务毛利率影响较大。2016~2018年，公司房产销售板块毛利率波动增长，处于较高水平，分别为29.35%、28.36%和34.57%，主要系近年来公司结转项目的土地成本波动影响所致；受此影响，公司主营业务毛利率波动上升，分别为28.26%、27.63%和33.47%。

总体看，房产销售是公司主要收入来源；近三年，公司营业收入和毛利率均波动增长，毛利率处于较高水平。

2. 土地储备情况

房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。公司拿地方式以招拍挂为主，机会型（如股权收购）为辅；近年来随着土地成本上升，合作开发项目逐渐增多。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、前期费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安成本（建筑费）、电力和市政配套（景观绿化）费用、开发解决费（含财务费用）和基建费（含管理费用、销售费用），其中土地成本和建安成本占比较高，合计约占90%。土地出让金的支付一般全款支付，并在项目开工前结清款项；建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，完成主体结构前支付款项不超过总价款的45%，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。

土地储备策略方面，公司对土地储备的区位选择和发展潜力尤为重视，土地储备的购置行为受土地价格、城市规划等众多因素的影响。公司会对拟进入城市的现状、城市规划、消费能力以及对房地产的承载能力等进行综合分析及判断，并重点关注拟购入土地的成本价格、经济发展规划、配套设施和交通情况等情况，以保证土地储备的保值升值能力。

从公司土地储备获得的情况看，2016年，公司新增土地储备21.35万平方米，规划建筑面积70.01万平方米，包括南京G18项目地块、合肥包河项目地块、厦门翔安地块、无锡融悦项目地块以及闽侯高崎项目等地块。2017年，公司新增土地储备87.66万平方米，规划建筑面积150.22万平方米，主要位于福州、天津、武汉、郑州、龙岩等城市。2018年，公司新增土地储备权益规模占地面积62.04万平方米，对应建筑面积220.71万平方米，较2017年大幅增加，有助于公司加速规模扩张，楼面均价为4,093.71元/平方米，土地成本较低。2019年1~3月，公司未拿地；2019年4月1日~5月17日，公司新获取5块土地，主要位于福州，占地面积合计39.85万平方米，建筑面积为45.96万平方米，购地支出合计48.11亿元，截至2019年5月17日已支付11.87亿元。

表6 公司土地储备获取情况（单位：万平方米、万元、元/平方米）

时间	土地占地面积	对应建筑面积	用途	购地支出	获取楼面均价
2016年	21.35	70.01	住宅、商服	1,050,028.17	14,998.62
2017年	87.66	150.22	住宅、商服	1,218,930.57	8,114.21
2018年	62.04	220.71	住宅、商服	903,533.29	4,093.71

注：上述新增土地储备为权益口径。

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司共在4个城市拥有土地储备，包括3个二线城市和1个三线城市，土地储备占地面积合计62.45万平方米，建筑面积合计168.09万平方米。公司在二线城市（福州、武汉、郑州）的土地储备建筑面积合计155.47万平方米，占比92.50%；三线城市（太仓）的土地储

备建筑面积 12.62 万平方米，占比 7.50%，公司土地储备主要位于二线城市，三线城市储备较少。近年来公司新增土地储备的规模较大，但随着项目快速开工，剩余土地储备的规模一般。

从土地储备成本来看，截至 2018 年底，公司在二线城市的土地储备成本均较合理，尤其福州项目的楼面均价仅 2,191.04 元/平方米，公司在福州深耕近 20 年，早年获取了较多低成本土地；武汉和郑州项目的楼面均价分别为 9,798.57 元/平方米和 2,553.93 元/平方米，成本一般。三线城市中，太仓的土地储备楼面均价为 6,359.00 元/平方米，考虑到太仓位于上海周边，随着《共同打造嘉定区、昆山市和太仓市协同创新核心圈行动方案》的签署，太仓未来发展空间较大，公司位于太仓的土地储备成本较合理。

表 7 截至 2018 年底公司土地储备地域分布情况（单位：个、万平方米、%、元/平方米）

城市	项目数量	土地储备面积	建筑面积	建筑面积占比	楼面均价
福州	2	31.93	32.31	19.22	2,191.04
武汉	5	12.89	69.92	41.60	9,798.57
郑州	3	12.69	53.24	31.67	2,553.93
太仓	1	4.94	12.62	7.50	6,359.00
合计	11	62.45	168.09	100.00	--

资料来源：公司提供

注：上表数据统计口径为公司合并报表口径。

总体看，近年来公司新增土地储备的规模较大，但随着项目快速开工，剩余土地储备规模一般，主要位于二线城市，三线城市土地储备规模较小，土地成本较合理。

3. 项目开发情况

公司采用总公司、城市公司的两级管理架构，房地产项目开发的前期准备由总公司召开项目启动会，同各项目公司一同对各项经营指标及整体开发安排进行安排。总公司根据项目启动会所制定的计划作为对项目公司及下属项目的管控要求，从而对各模块进行不定期排查、跟踪、反馈和修正。

从公司房地产开发建设情况看，2016~2018 年，公司新开工面积持续增长，2017 年公司新开工面积大幅增长至 264.01 万平方米，2018 年同比变动不大；公司期末在建面积逐年增长，分别为 309.60 万平方米、493.37 万平方米和 597.79 万平方米。2016~2018 年，公司竣工面积有所波动，分别为 168.10 万平方米、81.25 万平方米和 160.01 万平方米。

表 8 公司项目开发建设情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期新开工面积	135.27	264.01	264.41
期末在建面积	309.60	493.37	597.79
当期竣工面积	168.10	81.25	160.01

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在建及拟建项目分布在全国 17 个城市，主要布局在福州、厦门、天津、武汉等二线城市，在上述城市的预计总投资规模均超过百亿，其中对福州的项目投资规模最大，公司未来经营业绩受福州房地产市场波动和调控政策的影响较大，存在一定的集中度风险；其余项目分布在上海、合肥、南京、无锡、郑州、成都和重庆等一、二线城市，以及福清、龙岩、莆

田、淮安和句容等三线城市。公司项目采取滚动开发的方式，截至 2018 年底，在建及拟建项目总建筑面积合计 1,398.66 万平方米，其中已竣工面积 160.00 万平方米，尚未开发完毕的建筑面积 1,238.66 万平方米；从项目的开发资金情况来看，项目累计已投资 920.49 亿元，尚需投资 468.47 亿元，2019~2020 年公司预计分别投资 117.17 亿元和 93.73 亿元。考虑到公司需持续扩大规模、拓展项目储备，公司面临较大的资本支出压力。

表 9 截至 2018 年底公司在建及拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

城市	总建筑面积	已竣工面积	预计总投资金额	已投入金额	2019 年预计投入	2020 年预计投入
成都	23.65	0.00	17.45	9.07	2.10	1.68
福清	108.96	19.39	74.96	52.83	5.53	4.43
福州	244.74	30.55	271.39	208.95	15.61	12.49
合肥	115.50	6.83	96.99	68.24	7.19	5.75
淮安	82.07	0.00	35.76	11.90	5.96	4.77
句容	14.23	0.00	11.46	5.99	1.37	1.09
龙岩	76.44	9.28	49.14	30.19	4.74	3.79
南京	54.69	0.00	92.68	73.01	4.92	3.93
莆田	18.04	0.00	25.05	15.76	2.32	1.86
厦门	47.44	14.21	118.11	94.77	5.83	4.67
上海	23.11	0.00	64.63	30.60	8.51	6.81
太仓	23.60	0.00	23.72	12.41	2.83	2.26
天津	60.08	12.22	110.95	76.51	8.61	6.89
无锡	94.51	0.00	96.36	73.76	5.65	4.52
武汉	184.26	43.22	178.48	91.56	21.73	17.38
郑州	163.79	24.30	94.75	56.40	9.59	7.67
重庆	63.54	0.00	27.29	8.56	4.68	3.75
总计	1,398.66	160.00	1,389.16	920.49	117.17	93.73

资料来源：公司提供

注：公司项目采取滚动开发的方式，总建筑面积中包含已竣工的面积和尚未开发完毕的面积。

总体看，近年来公司开发规模较大，对未来收入实现形成支撑；公司项目主要位于房地产市场景气度较高的优质二线城市，其中对福州的项目投资规模最大，存在一定的集中度风险；公司项目尚需投资规模较大，考虑到公司需持续扩大规模、拓展项目储备，公司面临较大的资本支出压力。

4. 房产销售情况

从销售模式来看，除武汉地区因历史原因采用代理销售外，公司目前主要采用自主销售方式。公司销售计划由运营中心与各项目公司总经理以及营销负责人根据公司年度计划共同制定。产品的销售定价方面，公司在确认项目之前制定底价，由销售团队在底价的基础上自行报价，公司根据市场需求的变化和价格走势，在保证公司利润的基础上，动态合理定价。在制定底价时，从内部来看，公司以项目启动会排期价格为基础，以实现利润为目的，控制全盘底单价；从外部来看，公司参考各地区周边同类在售项目竞品的成交情况，结合公司项目所在区域、配套以及自身产品优劣势等因素，在进行充分市场调研后，确定项目销售底价。公司设定优惠梯度，对于销售人员高卖的部分按规定给予跳点式奖励。

从产品定位来看，目前公司刚需产品、首次改善型产品、再次改善型产品约为 3: 4: 3，以

改善型的中高端产品为主。对于刚需产品，基于资金要求，公司以快速销售、快速回款为前提，产品基本以 75~120 平方米为主力面积段，价格与周边同类竞品基本持平。对于首次改善型产品，按照公司的利润要求，产品以 120~150 平方米为主，通过小复式产品、精装、多面积赠送等方式提高产品溢价。对于再次改善型产品，公司以高利润为目的，产品面积一般在 180 平方米以上，通过打造高端精装、科技住宅、稀缺资源的占有等方面提高产品溢价。目前，公司项目中以快速回款为主要目的的“现金流型”产品占比约 60%，以高利润、打造标杆产品为主要目的的“利润型”产品占比约 40%，配比较合理。

从销售情况来看，2016~2018 年，公司协议销售面积逐年快速增长，年均复合增长 29.14%，协议销售均价逐年上涨，分别为 1.44 万元/平方米、1.76 万元/平方米和 1.79 万元/平方米，量价齐升主要系公司可售面积增加以及行业景气度高位运行所致；受上述因素影响，公司协议销售金额逐年快速增长，2018 年，公司实现协议销售金额 422.70 亿元。从结转情况来看，2016~2018 年，公司结转收入面积和结转收入呈波动增长态势。销售回款方面，公司销售回款率逐年下降，主要系 2016 年 9 月底新一轮房地产调控政策实施以来，预售证、备案证办理有所放缓，银行按揭贷款额度有所收紧所致，但销售回款率整体仍处于较高水平。

表 10 公司项目销售及结转情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
协议销售面积（万平方米）	141.28	158.11	235.62
协议销售金额（亿元）	203.22	278.61	422.70
协议销售均价（万元/平方米）	1.44	1.76	1.79
销售回款率（%）	88.67	86.33	76.33
结转收入面积（万平方米）	98.04	80.51	104.82
结转收入（亿元）	105.91	102.98	126.49

资料来源：公司提供

注：由于办理按揭贷款需 1~2 个月时间，以及部分客户已签订认购协议并支付订金，但尚未签订正式认购协议并支付购房款，协议销售金额高于实际销售回款。

从公司可售项目情况来看，公司尚余可售面积规模尚可，能够满足公司未来一段时期的销售需求。截至 2018 年底，公司尚余可售面积 214.04 万平方米，整体去化水平较高。从分布区域来看，公司尚余可售项目主要分布在福州、合肥、无锡、南京、郑州等二线城市以及福清、闽侯、淮安、龙岩等三线城市。截至 2018 年底，公司对无锡观邸（已完工）和无锡融侨悦府（在建）等项目累计计提存货跌价准备 3.58 亿元，此外，淮安项目去化相对较慢，上述项目的去化存在一定压力，其余地区的项目销售情况基本良好。

表 11 截至 2018 年底公司项目销售情况（单位：万平方米）

区域	总可售面积	销售面积			尚余可售面积
		2016 年	2017 年	2018 年	
福州	494.81	25.47	24.64	48.08	36.26
福清	95.37	30.58	25.30	15.23	14.33
闽侯	85.16	5.82	4.40	8.67	11.56
合肥	104.95	12.40	22.60	24.19	26.27
淮安	89.57	3.05	9.97	24.23	29.19
无锡	76.28	5.24	1.91	19.16	20.31
武汉	178.24	23.00	11.00	13.96	16.04

天津	39.06	5.79	5.28	9.82	7.83
郑州	86.44	16.86	17.16	27.32	23.33
厦门	19.70	7.42	7.29	3.12	0.25
龙岩	65.92	3.45	19.84	28.90	13.73
南京	38.81	2.20	8.72	12.94	14.94
合计	1374.31	141.28	158.11	235.62	214.04

资料来源：公司提供

注：尚余可售面积=可售面积-销售面积，“可售面积”包括已取得预售许可证的面积和未取得预售许可证的面积，“销售面积”指签订销售合同面积、剔除了退房部分的面积。

从公司提供的未来三年销售计划来看，随着公司在建项目的相继竣工和项目的持续拓展，公司预计未来销售和回款金额能够保持稳步上升的趋势，2020 年签约销售金额达 256 亿元。

表 12 公司预计未来两年销售及回款情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
预计签约销售面积	231	256
预计签约销售金额	450	500
预计销售回款金额	350	380
销售回款率	78	76

资料来源：公司提供

注：表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺

总体看，公司销售组织有序、执行情况良好；近年来公司销售情况较好，签约销售面积和销售均价持续增长，签约销售金额快速扩大；公司尚余可售面积规模尚可，整体去化水平较高，但无锡项目存在较大的去化风险；公司预计未来销售及回款金额将保持稳步增长态势。

5. 物业管理业务

公司物业管理业务主要由福州融侨物业管理有限公司（简称“融侨物业”）进行管理运营。融侨物业在福建地区具有一定的市场知名度，管理的多个物业先后获评“全省物业管理示范项目”及“福建省优秀住宅小区”等。目前融侨物业管理的项目位于福州、武汉、合肥、无锡、淮安和天津，包括住宅小区、公寓、别墅、商住楼、写字楼、商场等多种类型的物业，以服务公司自身开发的楼盘为主，未承揽外部项目。

2016~2018 年，融侨物业的管理面积和管理户数稳步增长，2018 年管理面积达 919.48 万平方米，管理户数达 60,448 户，其中约 60%位于福州。随着物业管理面积的增长，2016~2018 年，公司物业管理费收入逐年增长，分别为 2.20 亿元、2.83 亿元和 3.31 亿元；2016~2018 年，公司物业加大对智能化产品的投入，营业成本有所增加。2016~2018 年，公司管理费缴交率维持在较高水平，均超过 95%，物业管理业务整体运营情况良好。2016~2017 年，公司物业管理业务毛利率相较 2015 年下降较大，但该业务为公司积累了较大规模的业主资源，有助于公司医疗、教育、现代农业等其他多元化产业的开展，并与房地产业务产生协同作用，提升公司品牌知名度和美誉度。未来随着智能化改造的完成和公司项目的陆续竣工交付，公司物业管理板块盈利能力有望提升。2018 年物业管理业务毛利率由上年的-21.74%提升至-1.05%。

表 13 融侨物业业务运营情况（单位：万平方米、户、万元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
管理面积	771.07	852.96	919.48

管理户数	50,978	53,705	60,448
物业管理费收入	22,030.53	28,268.32	33,123.53
管理费缴交率	95.76	96.17	96.29

资料来源：公司提供

注：表中物业管理费收入为物业实际收入，审计报告中列示的物业服务收入经过合并抵消。

总体看，近年来公司物业管理规模持续扩大，管理费缴交率维持较高水平，该业务为公司积累了较大规模的业主资源，有助于公司各项业务产生协同作用，提升公司品牌价值；2016年以来智能化产品的投入使得公司物业管理板块毛利率为负值，未来随着智能化改造的完成和公司项目的陆续竣工交付，公司物业管理板块盈利能力有望增强。

6. 酒店管理

公司自持的酒店布局于二线城市核心地段，既能起到提升楼盘人气方便业主生活的作用，更能利用区位和交通优势吸引客源，便于灵活管理以提高营业收入。公司酒店业务板块，目前已建成并投入运营的有5家，分别为福州融侨水乡酒店、福州融侨新港酒店、福州融侨皇冠假日酒店、合肥融侨皇冠假日酒店和天津融侨酒店。

福州融侨水乡酒店位于福建省福州市仓山区，座落于闽江南岸，该酒店临江而建，按五星级标准建造。总建筑面积为32,533.72平方米，拥有客房188间，于2010年5月正式营业。

福州融侨新港大酒店位于福建省福清市江阴经济开发区，毗邻口岸服务中心、新港港口，信步可达海滩、码头，系按国际五星级标准建造的商务型酒店，总建筑面积20,457.69平方米，拥有客房95间。

福州融侨皇冠假日酒店位于福建省福州市台江区江滨西大道，毗邻CBD商业中心，系五星级白金酒店，于2015年12月正式营业，总建筑面积48,711.40平方米，拥有客房335间。

合肥融侨皇冠假日酒店位于安徽省合肥市主城区商业核心地段，紧邻南淝河、逍遥津城市公园，系五星级酒店，于2015年5月正式营业。该酒店总建筑面积41,490.00平方米，拥有客房280间。

天津融侨假日酒店位于天津市南开区融侨中心，于2018年2月开业，建筑面积2.22万平方米，属四星级酒店，拥有客房190余间。

从酒店经营情况来看，近年来，随着经济发展速度的放缓及各种政策的影响，高消费类服务的市场需求缩减，公司自持的高级酒店通过下调客房价格、积极开展营销等方式，提高酒店入住率。2016~2018年，公司酒店收入主要来自于福州融侨皇冠假日酒店、合肥融侨皇冠假日酒店和福州融侨水乡酒店；其中，福州融侨皇冠假日酒店入住率持续增加，客房均价基本保持稳定，营业额持续增加，2018年为1.06亿元；合肥融侨皇冠假日酒店入住率从30.30%快速上升至66.28%，客房均价从346.22元/间上涨至382.90元/间，2018年营业额为0.52亿元，酒店经营情况良好。2018年，公司天津融侨假日酒店新开业，2018年实现营业收入0.15亿元。

表14 公司酒店经营情况（单位：%、元/间、万元）

酒店名称	项目	2016年	2017年	2018年
福州融侨水乡酒店	入住率	68.71	79.25	76.08
	客房均价	447.63	465.59	455.76
	营业额	3,324.05	2,680.78	2,565.81
福州融侨新港酒店	入住率	42.00	47.00	40.08
	客房均价	297.93	285.00	274.37

	营业额	1,372.94	1,411.02	1,181.78
福州融侨皇冠假日酒店	入住率	36.10	60.60	61.50
	客房均价	581.97	582.00	598
	营业额	7,198.75	10,155.77	10,609.00
合肥融侨皇冠假日酒店	入住率	30.30	60.55	66.28
	客房均价	346.22	353.30	382.90
	营业额	2,384.00	4,553.68	5,241.69
天津融侨假日酒店	入住率	--	--	51.95
	客房均价	--	--	486.08
	营业额	--	--	1,483.35
营业额合计		--	14,279.74	18,801.25
			18,801.25	21,081.63

资料来源：公司提供

总体看，公司的酒店类物业位于福州、合肥和天津，由于高消费类服务的市场需求低迷，近年来公司酒店入住率整体处于一般水平；近三年公司酒店板块收入持续增长。

7. 自持物业

公司自持物业共 5 处，其中 3 处位于福州，1 处位于上海，1 处位于合肥，业态涵盖写字楼、商业、酒店等。截至 2018 年底，公司投资性房地产公允价值 81.51 亿元，其中，上海长宁区项目仍处于在建状态，尚未投入运营，该项目增值率较高，公允价值达 56.46 亿元，若该项目运营情况不达预期，可能对物业价值造成不利影响。2018 年，公司自持物业租金收入从上年的 3,124.96 万元增长至 6,177.93 万元，主要系融侨中心 CBD 提高租金所致。

表 15 截至 2018 年底公司自持物业情况

项目名称	位置	业态	公允价值 (亿元)	2018 年租金收入 (万元)	2018 年出租率 (%)
融侨中心 CBD	福州	写字楼、商场、酒店	21.66	5,788.10	100.00
江南水都 5F6A	福州	车位	0.31	102.20	100.00
融侨国际公馆商场	福州	商铺	1.20	206.35	100.00
长宁区 71 街坊 8/3 丘	上海	商办	56.46	--	--
融侨悦城三层集中商业	合肥	商业	1.88	81.28	100.00
合计			81.51	6,177.93	--

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业均位于一、二线城市，业态较丰富；自持物业出租率很高；未来随着在建的上海长宁区商办项目竣工投入运营，公司租金收入有望大幅增长，但该项目增值率较高、公允价值较大，若未来该项目运营情况不达预期，可能对物业价值造成不利影响。

8. 关联交易

近年来，公司购销商品、提供和接受劳务的关联交易规模较小，但存在一定规模的关联往来。截至 2018 年底，关联方资金拆借方面，公司拆入金额合计 5.24 亿元，拆出金额合计 22.78 亿元。截至 2018 年底，关联方应收应付款项方面，公司应收关联方款项合计 28.60 亿元，其中规模较大的包括：应收福州融城房地产开发有限公司 4.51 亿元和应收深圳市创钧投资管理有限公司 5.85 亿元等；公司应付关联方款项合计 7.46 亿元，其中规模较大的包括：应付厦门益悦置业有限公司 1.68 亿元、应付福州汉霖实业有限公司 1.54 亿元等。截至 2018 年底，公司为关联方提供担保合计 4.70

亿元，规模较大；公司接受集团关联方担保金额为 4.70 亿元。

总体看，公司有部分合作开发项目，产生了一定规模的关联资金往来；公司对关联方担保金额规模较大。

9. 经营效率

2016~2018 年，随着公司项目开发规模扩大，公司存货周转次数逐年下降，分别为 0.23 次、0.17 次和 0.14 次；流动资产周转次数逐年下降，分别为 0.24 次、0.19 次和 0.18 次；总资产周转次数逐年下降，分别为 0.20 次、0.16 次和 0.15 次。公司经营效率指标均呈现下降态势，主要系公司近年来开发规模快速扩张，但结转规模控制在较平稳的水平所致。

从同行业上市公司比较情况来看，公司经营效率处于中下水平。

表16 房地产开发类上市公司2018年经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
阳光城	0.31	0.26	0.24
泰禾集团	0.14	0.16	0.14
金科股份	0.22	0.23	0.21
滨江集团	0.35	0.32	0.29
融侨集团	0.15	0.18	0.15

资料来源：Wind

注：为保持可比性，表中数据均引自 Wind，Wind 与联合评级在上述指标计算公式上存在少许差异。

总体看，近年来随着开发规模快速扩大，公司经营效率指标逐年下降，在同行业中处于中下水平。

10. 经营关注

（1）公司项目所在城市大多出台了严格的房地产调控政策

公司位于上海、福州、厦门、武汉、南京、合肥、天津、郑州等一线城市及核心二线城市的項目较多、规模较大，上述城市均出台了严格的调控政策，在限购、限贷、限价等调控政策的影响下，投资和投机性购房需求下降，商品房定价受到限制，对公司项目销售和盈利水平产生了一定影响。公司在建及拟建项目的投资主要集中在福州，福州房地产市场波动和调控政策对公司经营业绩有较大影响，存在一定的集中度风险。

（2）部分项目存在去化风险

截至2018年底，公司针对无锡观邸项目（已完工）和无锡融侨悦府项目（在建）计提存货跌价准备3.58亿元，公司部分项目存在一定去化风险。

（3）在建及拟建项目体量较大，公司面临较大的资本支出压力

公司在建及拟建项目较多，开发规模较大。截至2018年底，公司在建及拟建项目预计尚需投资468.47亿元，考虑到公司的销售回款规模，以及公司需持续扩大规模、拓展项目储备，公司面临较大的资本支出压力。

（4）公司土地储备规模不足

截至2018年底，公司土地储备建筑面积为168.09万平方米，目前国内二线城市土地市场较热，且考虑到公司开发节奏，公司补充土地储备的压力较大。

11. 未来发展

发展规模方面，公司将继续保持适度的规模，始终坚持稳健发展，同时，结合自身的特点，实现稳步的增长。业务布局方面，公司本着深化、聚焦、优化、调整的原则，对已进入的城市做强做优，继续做好各项业务发展，实现多城市群共同发展；金融方面，公司以及相关板块主动对接资本市场，在未来 3~5 年内达到有部分业务对接资本市场的目标。具体表现为投资部分直接金融、创新金融机构，加大合作力度，成立房地产及相关产业基金并逐步扩大规模。产业投资方面，公司产业投资的主线是围绕客户全生命周期价值链创造而进行的投资，具体来说，就是围绕房地产产业平台，对提供消费升级以及高质量生活方式的产业进行投资，主要包括房地产行业的股权和项目投资、房地产产业链上下游的股权投资、文化商业的投资、酒店的投资、围绕房地产平台、致力于消费升级以及提供高质量生活方式的投资等。

总体看，公司经营战略较稳健，可实施性较强，符合公司发展需要。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2016~2017 年财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年财务报表已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司按照财政部颁布的最新企业会计准则编制财务报表，已对 2017 年财务数据进行追溯调整。2016 年，公司通过设立新增 7 家子公司；2017 年，公司通过设立新增 8 家子公司，处置 1 家子公司；2018 年，公司通过设立新增 9 家子公司，通过非同一控制企业合并 3 家子公司，处置 1 家子公司。近三年，公司合并范围发生一定变化，但主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性仍属较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 966.44 亿元，负债合计 792.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 174.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 136.15 亿元。2018 年，公司实现营业收入 133.94 亿元，净利润（含少数股东损益）9.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.42 亿元，现金及现金等价物净增加额 37.29 亿元。

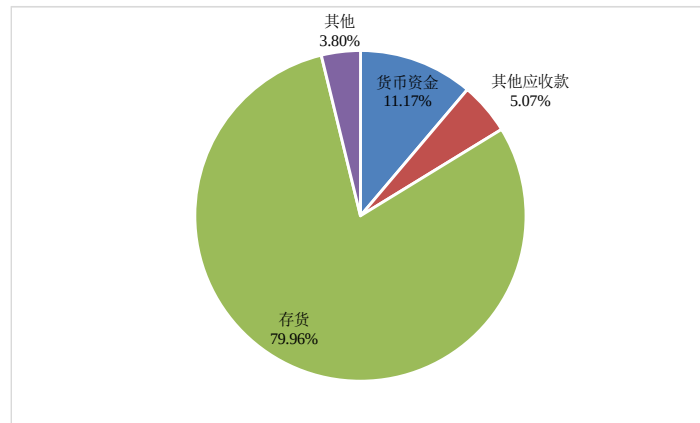
2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产规模呈逐年快速增长趋势，年均复合增长 25.12%，主要系项目开发规模扩大以及投资性房地产增值所致。截至 2018 年底，公司资产规模 966.44 亿元，较年初增长 25.00%，主要系存货和货币资金增长所致；其中，流动资产占比 86.97%，非流动资产占比 13.03%，资产结构以流动资产为主，符合房地产开发企业的行业特征。

（1）流动资产

2016~2018 年，公司流动资产规模逐年扩大，年均复合增长 27.51%，主要系存货和货币资金增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产 840.53 亿元，较年初增长 25.96%，主要由货币资金（占比 11.17%）、其他应收款（占比 5.07%）和存货（占比 79.96%）构成，如下图所示。

图7 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2016~2018年，公司货币资金规模逐年上升，年均复合增长44.72%，主要系公司房地产销售回款增加所致。截至2018年底，公司货币资金93.89亿元，较年初增长92.35%；其中，公司使用权受到限制的货币资金12.09亿元，主要为保函保证金、银行承兑汇票保证金、保理账户存款、借款保证金和监管账户受限资金等，受限比例为12.87%，受限比例一般。

2016~2018年，公司其他应收款呈波动增长态势，年均复合增长22.49%，主要系公司合作开发项目增多、公司以借款形式支持合营及联营企业项目开发，以及支付的保证金增长所致。截至2017年底，公司其他应收款42.74亿元，较年初增长50.47%，主要系公司应收太仓华瑞房地产开发有限公司和福州市鼓楼区人民政府往来款增加所致；截至2018年底，公司其他应收款较年初变动不大，以押金保证金（占比28.42%）和应收关联方往来款（占比65.97%）为主。截至2018年底，公司其他应收款累计计提坏账准备0.53亿元，计提比例较小；公司按欠款归集的前五大其他应收款如下表所示：

表17 截至2018年底按欠款方归集的期末余额前五名其他应收款（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额的比例
深圳市创钧投资管理有限公司	应收关联方往来款	5.85	1~2年	13.50
福州融城房地产开发有限公司	应收关联方往来款	4.51	1年以内	10.40
保利江苏房地产发展有限公司	应收关联方往来款	3.75	1年以内	8.65
重庆联合产权交易所集团股份有限公司	押金、保证金	3.38	1年以内	7.80
南京锐灏房地产开发有限公司	应收关联方往来款	3.11	1年以内	7.18
合计	--	20.61	--	47.53

资料来源：公司审计报告

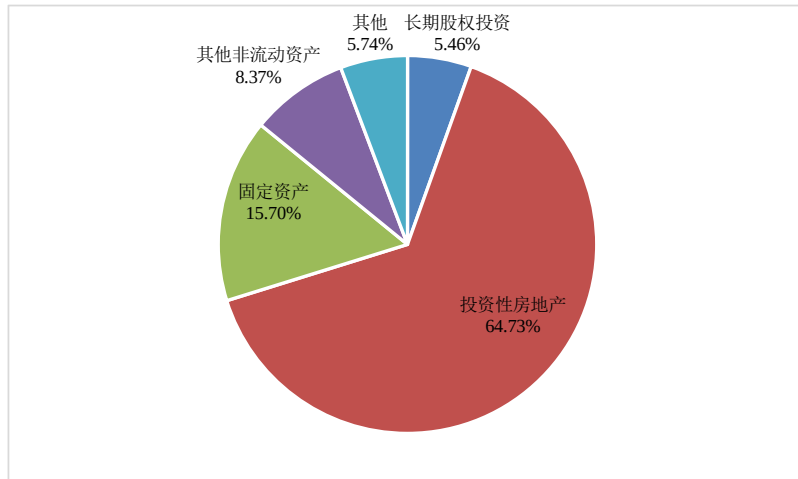
2016~2018年，公司存货逐年快速增长，年均复合增长34.91%，主要系项目开发规模扩大所致。截至2018年底，公司存货账面价值672.07亿元，较年初增长23.06%；存货余额中，开发产品占比6.64%，开发成本占比93.24%。截至2018年底，公司累计计提存货跌价准备3.58亿元，计提比例0.37%，主要针对无锡观邸项目（已完工）和无锡融侨悦府项目（在建）计提，项目去化存在一定风险；截至2018年底，公司受限存货为309.08亿元，受限比例为45.99%，受限程度较高，均用于借款抵押。从区域分布来看，公司存货主要分布在福州、武汉、南京、福清、淮安、厦门、无锡等二线城市以及二线城市周边的三线城市，质量整体较好，但部分项目存在一定的去

化风险。

（2）非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产规模逐年增长，主要系投资性房地产和其他非流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司非流动资产 125.92 亿元，较年初增长 18.95%；非流动资产主要由投资性房地产（占比 64.73%）、固定资产（占比 15.70%）、长期股权投资（占比 5.46%）和其他非流动资产（占比 8.37%）构成，如下图所示。

图 8 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

公司投资性房地产采用公允价值计量。2016~2018 年，公司投资性房地产规模逐年扩大，年均复合增长 11.46%；截至 2018 年底，公司投资性房地产 81.51 亿元，较年初增长 9.23%，主要系投资性房地产的公允价值较年初增加 5.40 亿元所致；公司投资性房地产受限比例为 28.04%，受限程度一般，均用于借款抵押。

2016~2018 年，公司固定资产呈波动增长态势，年均复合增长 7.97%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 19.77 亿元，较年初增长 20.01%，主要系部分酒店由在建工程转入固定资产所致；累计计提折旧 3.96 亿元，固定资产成新率为 83.32%，成新率较高；固定资产受限比例为 47.71%，受限比例较高，均用于借款抵押；房屋及建筑物占公司固定资产账面价值的 92.29%，主要为公司自营酒店和自用办公场所。

2016~2018 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 89.71%，主要系公司合作开发项目增加所致；截至 2018 年底，公司长期股权投资为 6.88 亿元，同比增长 85.46%。

2017 年，公司新增其他非流动资产 1.28 亿元，主要为招商融创 ABS 次级证券；截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 10.54 亿元，较年初增长 7.26 倍，主要系新增 8.80 亿元大额存单所致。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限制的资产合计 353.45 亿元，占资产总额的 36.57%，受限程度较高。其中，受限货币资金账面价值为 12.09 亿元，占受限资产总额的 3.42%；受限存货账面价值为 309.08 亿元，占受限资产总额的 87.45%；受限固定资产账面价值为 9.43 亿元，占受限资产总额的 2.67%；受限投资性房地产账面价值为 22.85 亿元，占受限资产总额的 6.46%。

表 18 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目	受限金额	受限比例
货币资金	12.09	3.42

存货	309.08	87.45
固定资产	9.43	2.67
投资性房地产	22.85	6.46
合计	353.45	100.00

资料来源：公司审计报告

总体看，近三年随着公司项目开发规模和投资性房地产规模的扩大，公司资产规模逐年快速增长，资产构成以流动资产为主，货币资金规模较大，存货主要位于二、三线城市；公司资产受限程度较高，整体资产质量尚可。

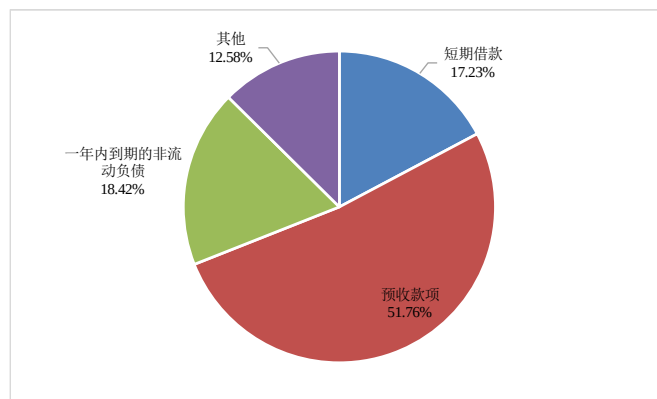
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016~2018 年，随着项目开发规模扩大，公司负债规模逐年上升，年均复合增长 27.57%。截至 2018 年底，公司负债合计 792.22 亿元，较年初增长 28.60%，主要系预收款项和债务规模增长所致；其中，流动负债占比 59.36%，非流动负债占比 40.64%。

2016~2018 年，公司流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长 37.46%，主要系预收款项、短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司流动负债 470.24 亿元，较年初增长 28.97%，主要由短期借款（占比 17.23%）、预收款项（占比 51.76%）和一年内到期的非流动负债（占比 18.42%）构成，如下图所示。

图 9 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2016~2018 年，公司短期借款呈持续增长态势，年均复合增长 91.65%。截至 2018 年底，公司短期借款 81.02 亿元，较年初增长 106.90%，主要系公司新增信用借款所致，其中以抵押借款为主（占比 91.12%）。

2016~2018 年，公司预收款项呈逐年增长趋势，年均复合增长 45.24%，主要系项目销售规模扩大、预收房款增加所致。截至 2018 年底，公司预收款项 243.41 亿元，较年初增长 30.17%，其中预收房款占比超 99.00%。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长 41.16%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 86.64 亿元，较年初增长 24.15%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。

2016~2018 年，公司非流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长 16.33%，主要系银行借款规模增长及发行债券所致。截至 2018 年底，公司非流动负债 321.98 亿元，较年初增长 28.05%，主

要由长期借款（占比 64.13%）和应付债券（占比 31.50%）构成。

2016~2018 年，随着项目开发规模的扩大，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 7.73%。截至 2018 年底，公司长期借款 206.49 亿元，较年初增长 13.73%，其中以抵押借款为主（占比 78.26%）；从期限分布来看，2020 年到期的金额占比 35.07%，2021 年到期的占比 45.41%，2022 年及以后的占比 19.52%，期限分布相对集中，公司存在一定的集中偿付压力。

2016~2018 年，公司应付债券持续增长，年均复合增长 47.33%。截至 2018 年底，公司应付债券为 101.44 亿元，较年初增长 81.87%，主要系公司发行“18 融侨 01”、“18 融侨 02”和“18 融侨 03”所致。其中 2019 年附有投资者回售权或到期的债券本金合计为 40.90 亿元，公司有一定的集中偿付压力。

表 19 截至 2018 年底公司部分应付债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	债券代码	发行规模	发行时间	债券期限	票面利率	年末余额
16 融侨 01	136551.SH	20.00	2016 年 7 月	3+2 年	5.80	19.95
16 融侨 02	136589.SH	20.00	2016 年 7 月	3+2 年	5.60	19.95
18 融侨 01	150453.SH	10.00	2018 年 6 月	2+1 年	7.50	10.00
18 融侨 02	150824.SH	21.00	2018 年 11 月	2+1 年	7.50	21.00
18 融侨 03	151029.SH	13.00	2018 年 12 月	2+1 年	7.50	13.00

资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司全部债务规模呈逐年快速增长趋势，年均复合增长 28.09%，短期债务和长期债务均有所增加。截至 2018 年底，公司全部债务 476.12 亿元，较年初增长 37.44%，其中短期债务 168.19 亿元（占比 35.33%），长期债务 307.92 亿元（占比 64.67%），以长期债务为主；从到期期限看，若考虑债券回售，公司在 2019 年到期的债务规模较大，具有一定的集中兑付压力。从债务指标来看，2016~2018 年，公司资产负债率分别为 78.85%、79.68%和 81.79%，呈逐年上升态势；全部债务资本化比率分别为 68.97%、68.80%和 73.21%，长期债务资本化比率分别为 63.25%、60.17%和 63.86%，呈波动上升态势，公司债务负担较重。

表 20 截至 2018 年底公司债务到期分布情况（单位：亿元）

时间	假设债券不回售		假设债券全部回售	
	到期债务金额	到期债券金额	到期债务金额	到期债券金额
2019 年	161.78	0.00	201.75	39.97
2020 年	86.83	0.00	130.76	43.92
2021 年	180.17	83.90	96.27	0.00
2022 年及以后	47.34	0.00	47.34	0.00
合计	476.12	83.90	476.12	83.90

资料来源：公司提供

总体看，公司负债以流动负债为主，预收款项规模较大且逐年增长；公司债务规模增长较快，债务负担较重且短期债务规模较大，2019 年公司面临一定的债务集中偿付压力。

（2）所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 15.53%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至 2018 年底，公司所有者权益 174.23 亿元，较年初增长 10.89%，其中归属于母公司所有者权益占比 78.15%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 8.99%，其他综合收益占比 14.28%，盈余公积占比 3.69%，未分配利润占比 73.05%，未分配利润占比较高，权益

稳定性一般。近两年，公司少数股东权益同比大幅增长，主要系保利地产和宏辉地产将对项目公司的债权转增资本所致。

总体看，近三年公司所有者权益规模有所增长，但权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业收入分别为 110.06 亿元、111.16 亿元和 133.94 亿元，年均复合增长 10.32%，规模持续增长；净利润分别为 10.03 亿元、7.64 亿元和 9.60 亿元，年均复合减少 2.18%，2017 年净利润大幅下降，主要系公司期间费用支出规模增大和处置长期股权投资亏损所致。

从期间费用来看，2016~2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 48.12%，主要系财务费用增长所致。2018 年，公司费用总额 18.90 亿元，较上年增长 46.73%，其中销售费用占比 26.07%，管理费用占比 35.10%，财务费用占比 38.83%。2016~2018 年，公司销售费用呈逐年增长态势，年均复合增长 26.15%，主要系公司销售人员薪酬增加所致；管理费用呈逐年上升趋势，年均复合增长 39.26%，主要系员工工资薪金增长所致；财务费用呈逐年增长态势，年均复合增长 87.06%，主要系有息负债增多，利息支出增加所致。

从利润构成来看，2016~2018 年，公司资产减值损失规模分别为-2.35 亿元、-0.99 亿元和 4.30 亿元，占当年营业利润的比例分别为-16.47%、-7.19%和 22.72%，对利润水平的影响较大，2016 和 2017 年，资产减值为负，主要为存货跌价准备转回所致；2016~2018 年，公允价值变动收益分别为 5.15 亿元、10.65 亿元和 5.20 亿元，分别占当年营业利润的 36.10%、77.03%和 27.50%，公司投资性房地产的增值对利润贡献很大，但持续性较差。2016~2018 年，投资收益分别为-0.18 亿元、-6.04 亿元和-3.42 亿元，2017 年和 2018 年投资亏损较大主要系公司处置长期股权投资亏损所致，对营业利润影响较大。

从盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率分别为 14.13%、18.97%和 30.11%；公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率指标波动下降。2016~2018 年，公司总资产收益率分别为 3.38%、2.84%和 3.04%，总资产报酬率分别为 3.02%、2.73%和 3.01%，净资产收益率分别为 8.34%、5.31%和 5.79%。与国内同行业上市公司比较，2018 年公司盈利能力指标处于中下水平。

表 21 2018 年公司与房地产开发类上市公司盈利指标对比（单位：%）

证券名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
阳光城	26.06	2.83	14.33
泰禾集团	30.36	2.55	14.78
金科股份	28.57	2.69	18.10
滨江集团	35.74	6.64	8.24
融侨集团	33.88	2.90	7.00

资料来源：Wind

注：为保持可比性，表中数据均引自 Wind，Wind 与联合评级在上述指标计算公式上存在少许差异。

总体看，近三年公司营业收入基本保持稳定，净利润小幅波动下降，资产减值损失、公允价值变动收益和投资收益对利润水平的影响较大，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入分别为 154.96 亿元、185.35 亿元和 229.05 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长 21.58%，主要系项目销售回款增长所致；2016~2018 年，公司经营活动现金流出呈波动增长态势，年均复合增长 3.38%，2017 年同比增长 13.53%，主

要系支付的各项税费和以招拍挂方式的拿地支出增加所致，2018 年同比下降 5.86%；综上，2016~2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-70.97 亿元、-71.16 亿元和-12.42 亿元，持续净流出，2018 年净流出规模有所下降。

从投资活动来看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 11.52%，受公司收回理财产品投资的现金波动影响，2017 年同比增长 2.46 倍，2018 年同比下降 64.05%；投资活动现金流出呈持续增长态势，年均复合增长 111.60%，2017 年同比增加 20.49 亿元，主要系公司增加对合营联营企业的权益投资所致，2018 年同比增长 20.26%，主要系公司非同一控制下企业合并取得子公司河南卓奥置业有限公司、河南长启置业有限公司和成都友星园林有限公司股权支付的现金增加所致。综上影响，2016~2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.93 亿元、1.04 亿元和-25.50 亿元，由净流入转为净流出，且净流出规模较大。

从筹资活动来看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 1.62%，主要系项目开发规模增长、资金需求扩大所致，2017 年同比有所下降主要系公司借款减少所致，2018 年同比增长 26.35%，主要系公司发行债券和取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 2.67%，其中 2017 年同比下降 22.42%，主要系公司偿还债务支付的现金减少所致，2018 年同比增长 35.87%，主要系资金往来款大幅增加所致。2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 77.24 亿元、72.00 亿元和 75.20 亿元，均为净流入，公司经营和投资活动所需现金流缺口依赖筹资活动。

总体看，近三年公司加快全国性业务布局，通过招拍挂方式获取土地规模增大，经营活动现金持续为净流出，但净流出规模有所下降；2018 年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出，公司存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 2.08 倍、1.83 倍和 1.79 倍，呈持续下降态势；速动比率分别为 0.59 倍、0.33 倍和 0.36 倍，呈波动下降态势；现金短期债务比分别为 0.79 倍、0.45 倍和 0.56 倍，现金类资产对短期债务的保护程度有所下降；综合看，公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司 EBITDA 呈逐年增长态势，年均复合增长 25.25%。2018 年，公司 EBITDA 为 27.23 亿元，较上年增长 36.85%，其中利润总额占比 67.14%，计入财务费用的利息支出占比 29.09%，折旧和摊销占比 3.77%，仍以利润总额为主，但占比有所下降。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.05 倍、0.96 倍和 1.01 倍，对利息的覆盖程度较弱；EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.06 倍和 0.06 倍，对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2018 年底，公司获得的银行授信额度合计 874.00 亿元，其中尚未使用的额度 606.05 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，除对个人购房按揭贷款的担保外，公司对关联方担保金额为 4.70 亿元。

截至 2018 年底，公司存在一起未决仲裁案件，系子公司福建兴诚房地产开发有限公司（以下简称“兴诚房地产”）与华夏银行股份有限公司福州晋安支行借款合同纠纷所致。兴诚房地产因此案被冻结位于福州市鼓楼区凤湖路东侧福大怡园南侧地块的土地使用权。上述房产冻结期限为三年，自 2016 年 7 月 6 日起至 2019 年 7 月 5 日止。此外，原告仁和（厦门）化工有限公司诉被告嘉诚（福建）石油化工有限公司与被告兴诚房地产买卖合同纠纷案件（案号：（2018）闽 02

民初 308 号) 目前仍在省高院二审审理过程中, 尚未有生效判决。

根据中国人民银行企业信用报告(机构信用代码: G1035010400011180G), 截至 2019 年 3 月 21 日, 公司未结清信贷信息中不存在不良或关注类信息, 已结清信贷信息中有 5 笔欠息记录。中信银行福州杨桥支行、光大银行福州古田支行、光大银行福州湖东支行已出具相关说明, 5 笔欠息记录均为银行手工操作或系统产生误差造成。

总体看, 公司短期偿债能力指标一般, 长期偿债能力指标较弱, 但考虑到公司项目主要位于二、三线城市, 在建项目规模及销售规模较大, 未来随着在建项目的逐步竣工销售, 盈利规模有望提升, 公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年底, 公司全部债务 476.12 亿元, 本期拟发行债券规模不超过 20.00 亿元, 对公司债务规模有一定影响。

以 2018 年底财务数据为基础, 若募集资金总额为 20.00 亿元, 本期债券发行后, 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 82.34%、74.01%和 65.30%, 分别较发行前上升 0.37 个百分点、0.80 个百分点和 1.44 个百分点。由于本期募集资金拟用于偿还公司债务, 发行后公司实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础, 公司 2018 年 EBITDA 为 27.23 亿元, 为本期公司债券拟发行额度的 1.36 倍, EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般。2018 年公司经营活动产生的现金流入为 229.05 亿元, 为本期公司债券发行额度的 11.45 倍, 对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析, 并考虑到公司在行业地位、品牌知名度、储备及开发经验等方面的竞争优势, 联合评级认为, 公司对本期债券的偿还能力很强。

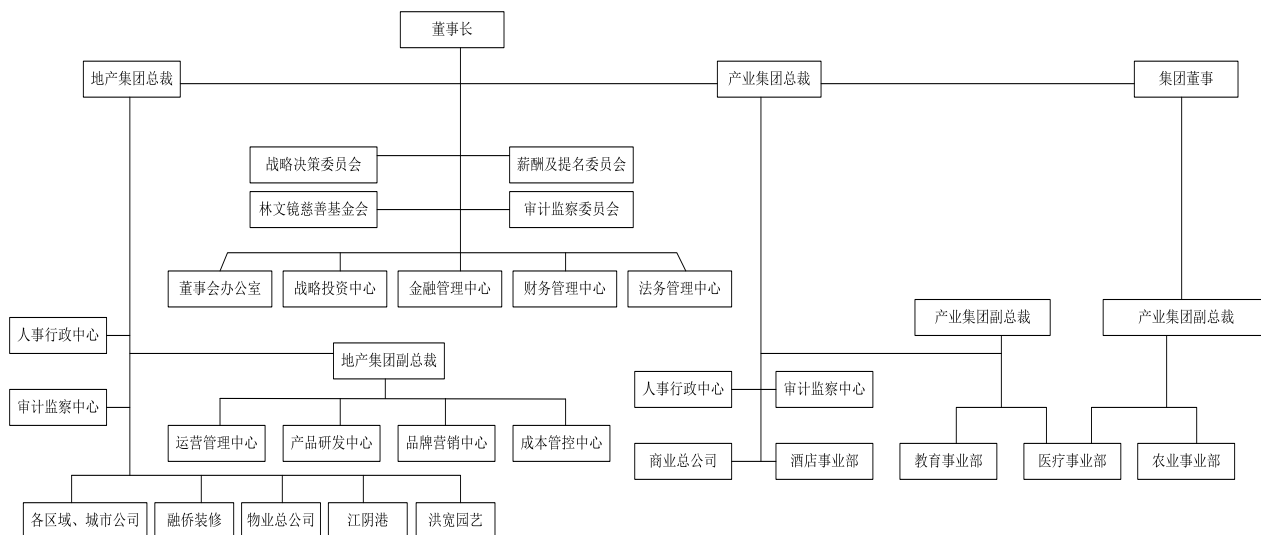
九、综合评价

公司作为国内排名前列的房地产企业, 在行业地位、项目规模、开发经验等方面具备竞争力, 尤其在福州地区拥有较高品牌知名度。公司土地储备成本合理, 房地产业务毛利率较高, 在建项目主要位于二线城市, 近年来销售面积和销售金额快速增长。同时, 联合评级也关注到房地产行业受调控政策影响较大、公司土地储备规模较小、项目区域集中度较高、在建及拟建项目尚需投资规模较大、债务负担较重和经营活动现金流持续为净流出等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

近年来公司加快开发进度, 在建项目规模较大; 未来随着在建项目陆续销售, 公司收入和利润水平有望进一步提升, 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状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 融侨集团股份有限公司 组织结构图



附件 2 融侨集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	617.34	773.17	966.44
所有者权益（亿元）	130.54	157.12	174.23
短期债务（亿元）	65.54	109.08	168.19
长期债务（亿元）	224.66	237.33	307.92
全部债务（亿元）	290.20	346.41	476.12
营业收入（亿元）	110.06	111.16	133.94
净利润（亿元）	10.03	7.64	9.60
EBITDA（亿元）	17.36	19.90	27.23
经营性净现金流（亿元）	-70.97	-71.16	-12.42
流动资产周转次数（次）	0.24	0.19	0.18
存货周转次数（次）	0.23	0.17	0.14
总资产周转次数（次）	0.20	0.16	0.15
现金收入比率（%）	117.91	162.39	150.99
总资本收益率（%）	3.38	2.84	3.04
总资产报酬率（%）	3.02	2.73	3.01
净资产收益率（%）	8.34	5.31	5.79
营业利润率（%）	14.13	18.97	30.11
费用收入比（%）	7.83	11.59	14.11
资产负债率（%）	78.85	79.68	81.97
全部债务资本化比率（%）	68.97	68.80	73.21
长期债务资本化比率（%）	63.25	60.17	63.86
EBITDA 利息倍数（倍）	1.05	0.96	1.01
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.06
流动比率（倍）	2.08	1.83	1.79
速动比率（倍）	0.59	0.33	0.36
现金短期债务比（倍）	0.79	0.45	0.56
经营现金流流动负债比率（%）	-28.52	-19.52	-2.64
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.87	0.99	1.36

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且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+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 融侨集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）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（期）债券存续期内，在每年融侨集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

融侨集团股份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。融侨集团股份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侨集团股份有限公司的相关状况，如发现融侨集团股份有限公司或本次（期）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（期）债券的信用等级。

如融侨集团股份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，直至融侨集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送融侨集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一九年五月二十二日