

# 信用等级公告

联合[2016]086号

融科智地房地产股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对融科智地房地产股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**融科智地房地产股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**融科智地房地产股份有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十六日

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>

# 融科智地房地产股份有限公司

## 2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA  
 发行人主体信用等级：AA  
 评级展望：稳定  
 发行规模：不超过 25 亿元，首期不超过 20 亿元  
 债券期限：不超过 10 年  
 担保方：联想控股股份有限公司  
 担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2016 年 5 月 26 日

### 财务数据：

发行人

项目	2013	2014	2015
资产总额(亿元)	413.79	427.64	439.23
负债总额(亿元)	354.68	364.67	371.99
所有者权益(亿元)	59.11	62.97	67.24
长期债务(亿元)	65.78	90.95	64.94
全部债务(亿元)	104.43	140.22	142.01
营业收入(亿元)	88.93	112.48	103.61
净利润(亿元)	12.81	6.23	4.85
EBITDA(亿元)	21.11	16.27	14.73
经营性净现金流(亿元)	-8.12	-45.64	23.79
营业利润率(%)	26.07	25.47	23.14
净资产收益率(%)	23.79	10.2	7.45
资产负债率(%)	85.71	85.28	84.69
全部债务资本化比率(%)	63.85	69.01	67.87
流动比率	1.42	1.55	1.34
EBITDA 全部债务比	0.20	0.12	0.10
EBITDA 利息倍数(倍)	1.50	0.91	0.73
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.84	0.65	0.59

担保方

项目	2013	2014	2015
资产总额(亿元)	2,175.76	2,932.86	3,067.90
所有者权益合计(亿元)	441.02	533.29	656.14
全部债务(亿元)	496.22	825.43	808.01
净利润(亿元)	77.13	60.75	19.67
资产负债率(%)	79.73	81.82	78.61

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、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据。3、本报告中其他流动负债计入短期债务，长期应付款计入长期债务。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对融科智地房地产股份有限公司（以下简称“公司”或“融科智地”）的评级，反映了公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司，在开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具有一定优势，公司土地储备规模较大，在建项目较多，可为未来发展提供较好保障。联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大、公司有息债务逐年增加、资产负债率较高、债务期限较为集中、公司二、三线城市部分项目去化压力较大且计提跌价准备金额较大等因素对公司信用水平造成的不利影响。

未来，随着公司在建项目的逐步竣工以及在售项目实现销售，公司的收入规模和盈利能力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由公司股东联想控股股份有限公司（以下简称“联想控股”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联想控股资产及经营规模大，可持续发展能力强，其所提供的担保对本次债券信用状况具有显著的积极影响。

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

### 优势

1. 公司作为综合实力较强的房地产企业，具备一定的房地产开发经验，在知名度、品牌影响力等方面居于领先地位。
2. 公司土地储备规模较充足，获取价格较合理。
3. 公司在建及储备的项目较多，可为公

司未来发展提供较好保障。

4. 担保方联想控股资产及经营规模大，可持续发展能力强，其所提供的担保对本次债券信用状况具有显著的积极影响。

### 关注

1. 房地产业面临全局性调整，虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去，需要关注行业景气度变化对公司经营的影响。

2. 公司经营效率低于行业平均水平，资产周转情况有待提升。

3. 公司有息债务逐年增加，债务期限较为集中，且在建项目较多面积较大，公司资金压力较大。

4. 公司二、三线城市部分项目去化压力较大，且计提跌价准备额度较大，存在一定的经营风险。

### 分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@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：

钟明 蒲雅修

联合信用评级有限公司



## 一、主体概况

融科智地房地产股份有限公司（以下简称“公司”或“融科智地”）前身北京融科智地房地产开发有限公司（以下简称“北京融科”）成立于 2001 年 6 月，由联想控股有限公司、联想投资有限公司（以下简称“联想投资”）和陈国栋等 43 名自然人股东于 2010 年 5 月将北京融科的净资产折为 27,000 万元股本，改组北京融科为现名。2011 年 10 月，公司第一次临时股东大会审议通过，公司 43 名管理层发起人将其合计持有的 7,322,707 股股份（占公司总股份的 2.71%）转让给联想控股有限公司，完成股权转让后公司的股权结构为：联想控股有限公司持股 70.28%，联想投资持股 22.52%，陈国栋等 43 名自然人股东持有 7.20%。2012 年公司临时股东大会审议通过，公司自然人股东将其持有的部分股份转让给联想控股有限公司，完成转让后公司的股权结构为：联想控股有限公司持有 70.57% 股份，联想投资持有 22.52% 股份，自然人股东持有 6.91%。

截至 2015 年底，公司注册资本为 27,000 万元，其中联想控股股份有限公司<sup>1</sup>（以下简称“联想控股”）出资 19,053 万元，持股比例 70.57%；联想投资出资 6,081 万元，持股比例 22.52%；自然人持股 1,866 万元，持股比例 6.91%。联想控股为公司实际控制人。

公司经营范围：物业管理；房地产开发，销售自行开发后的商品房；机动车公共停车场服务；销售建筑材料；专业承包；建筑软件技术开发；会议服务；承办展览展示活动；经济信息咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）领取本执照后，应到住房城乡建设部取得行政许可。

截至 2015 年底，公司纳入合并报表范围的子公司 75 家，经营区域涉及北京、天津、重庆、武汉、长沙、合肥、无锡、大连、烟台、杭州、海南等多个地区。公司设置战略创新部、人力资源部、投资管理部、财务资产部和审计部五个部门，公司员工总数 1,107 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 439.23 亿元，负债合计 371.99 亿元，所有者权益 67.24 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 49.23 亿元。2015 年，公司实现营业收入 103.61 亿元，净利润 4.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.55 亿元。2015 年，公司经营活动现金流量净额为 23.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.02 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区科学院南路 2 号 C 座 8 层；法定代表人：柳传志。

## 二、本次债券概况

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“融科智地房地产股份有限公司 2016 年公司债券”，发行规模为不超过人民币 25.00 亿元（含 25.00 亿元），发行期限为不超过 10 年；首期发行规模不超过 20.00 亿元，期限不超过 10 年。本次债券票面利率将根据簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致确定，在本次债券存续期内固定不变。本次债券的发行方式为面向合格投资者公开发行。本次公司债券采用单利按年计息，不计复利。本次债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本次债券由联想控股提供全额无条件不可撤销连带责任担保。

<sup>1</sup> 联想控股有限公司于 2014 年 2 月 18 日整体改制为股份有限公司。

## 2. 本次债券募集资金用途

公司拟将本次债券募集资金不超过 25 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还公司债务及补充流动资金。

## 三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售，属房地产行业的子行业。公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，与区域经济规划、地方财政实力紧密相关。

### 1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入（全国性大型、超大型房地产公司除外）。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地政府相关部门发生种种联系。

第五，开发周期及产业链较长。开发周期长主要体现于房地产开发包括前期拿地、项目建设、销售以及物业管理等多个环节；产业链长主要体现在纵向上与钢铁、水泥、建材等上游行业及下游家装、家电行业均有极高的关联度。

从近年房地产业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。进入 2013 年，中国房地产市场景气度有所回升，2013 年，全国房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%；房屋施工面积 665,572 万平方米，比上年增长 16.1%；房屋新开工面积 201,208 万平方米，增长 13.5%；其中，住宅新开工面积 145,845 万平方米，增长 11.6%；全年土地购置面积 38,814 万平方米，比上年增长 8.8%。

2014 年，全国房地产开发投资 95,036 亿元，名义同比增长 10.5%（扣除价格因素实际增长 9.9%）。全年房地产开发企业房屋施工面积 726,482 万平方米，比上年增长 9.2%。房屋新开工面

积 179,592 万平方米，下降 10.7%。其中，住宅新开工面积 124,877 万平方米，下降 14.4%。2014 年，房地产开发企业土地购置面积 33,383 万平方米，比上年下降 14.0%。

2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，比上年名义增长 1.0%（扣除价格因素实际增长 2.8%）。全年房屋施工面积 735,693 万平方米，比上年增长 1.3%。其中，住宅施工面积 511,570 万平方米，下降 0.7%。房屋新开工面积 154,454 万平方米，下降 14.0%。其中，住宅新开工面积 106,651 万平方米，下降 14.6%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%。

图 1 2013 年~2015 年全国房地产市场发展情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind 资讯。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。2015 年，中国房地产市场在宽松的政策刺激下，总体上步入了复苏通道，但是土地成交量、新开工量、开发投资额等指标继续回落。

## 2. 市场供需

### （1）土地供应状况

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

2011 年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达 3.15 万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012 年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国 300 个城市土地共成交近 12 亿平方米，较上年同期下降 14.6%，其中，住宅用地成交 3.8 亿平方米，同比下降 23.1%。

2013 年，全国土地供应规模增加，以北京、上海等重点城市土地市场量价齐升，全年出让金额创历史新高，上海突破两千亿大关。2013 年，全国 300 个城市共推出土地 45,187 宗，推出面积 177,964 万平方米；其中住宅类用地 14,907 宗，推出面积 66,798 万平方米。

2014 年，全国 300 个城市共推出土地 36,260 宗，同比减少 19.76%；推出土地面积 135,659 万平方米，同比减少 23.77%。其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）11,088 宗，同比减少 25.62%；土地面积 48,486 万平方米，同比减少 27.41%。

2015 年，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比减少 12.61%；土地面积 113,235 万平方米，

同比减少16.53%。其中，住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）9,332宗，同比减少15.84%；土地面积37,295万平方米，同比减少23.08%。总体看，近年来受国家宏观调控政策影响，全国土地供应和土地成交面积特别是住宅类用地成交均呈逐年下降态势。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年，全国300个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比2013年分别减少24%和28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。从各线城市来看，一线城市推出面积0.37亿平方米，成交土地面积0.34亿平方米，同比分别减少26%和27%；楼面均价7,705元/平方米，同比上涨41%；土地溢价率25%，比2013年下降7个百分点，但土地价格依然相对坚挺。二线城市推出土地面积5.20亿平方米，成交土地面积4.32亿平方米，同比分别减少20%和23%，跌幅为各线城市最小；楼面均价1,337元/平方米，同比下降4%；土地溢价率8%，同比下降8个百分点。三四线城市推出土地面积8.00亿平方米，成交土地面积5.74亿平方米，同比分别减少26%和36%，跌幅最大；楼面均价724元/平方米，同比下降2%；土地溢价率6%，同比下降4个百分点。整体看，一线城市地价较为坚挺，二三四线城市土地市场遇冷。

2015年，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点；其中住宅类用地平均溢价率21%，较去年同期上升9个百分点。土地市场整体上行，成交量及出让金均高于去年同期。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比涨幅不一，其中一二线城市涨幅明显。一线城市土地溢价率呈现上升态势，比2014年同期上升2个百分点至27%；仅有楼面均价大幅上涨19%至9,180元/平方米。二线城市楼面均价同比上涨18%至1,565元/平方米，土地溢价率较去年同期上升10个百分点至17%；三四线城市则延续反弹上升，楼面均价同比上涨1%至751元/平方米，土地溢价率较去年同期上升2个百分点至8%。

表1 2013年~2015年全国300个城市土地交易情况

	2013年	2014年	2015年
推出面积（万平方米）	177,964	135,659	113,235
同比	13%	-24%	-18%
成交面积（万平方米）	143,569	104,032	85,671
同比	20%	-28%	-21%
出让金（亿元）	31,305	23,412	21,793
同比	61%	-25%	-10%
楼面均价（元/平方米）	1,174	1,234	1,384
同比	25%	5%	14%
土地平均溢价率	16%	10%	16%
同比	上升8个百分点	下降6个百分点	上升6个百分点

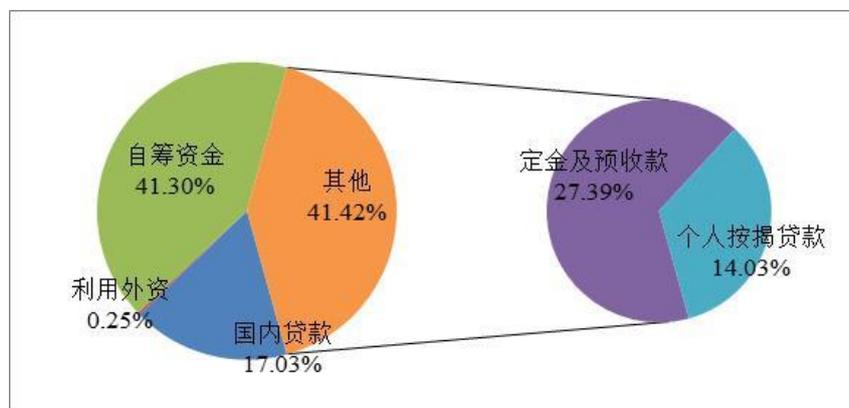
资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

总体看，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的楼面均价仍然保持在较高水平，二三四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。值得注意的是，2013年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

(2) 开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金规模呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。其中，国内贷款 21,243 亿元，增长 8.0%；利用外资 639 亿元，增长 19.7%；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%；其他资金 49,690 亿元，下降 8.8%。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，下降 12.4%；个人按揭贷款 13,665 亿元，下降 2.6%。整体看，2014 年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

图 2 截至 2015 年底房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

总的来看，在行业利润压缩、房企纷纷转型的时代，大为宽松的融资环境利于房企有效控制成本保证盈利空间，也可以改善财务结构维持稳健运营，还能为转型提供源源不断的“弹药”。2015 年，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

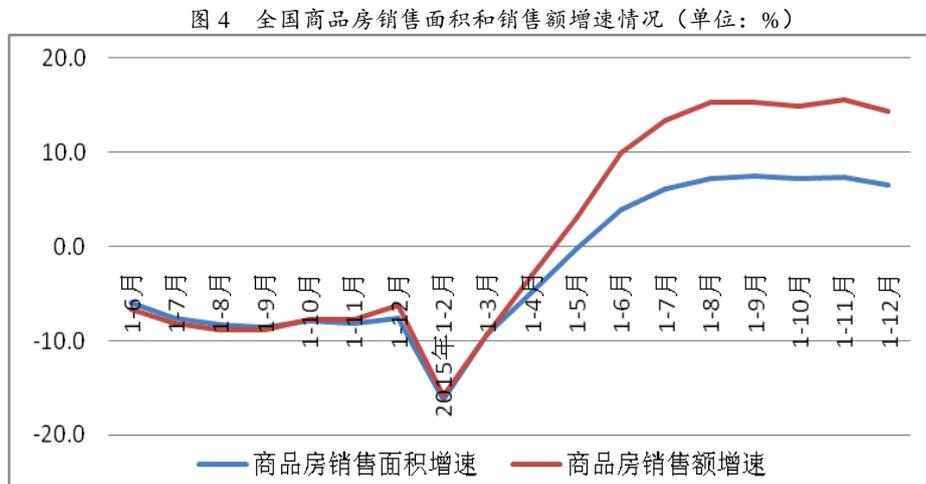
(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013 年，中央对房地产市场的政策思路和管理方式发生转变，在新型城镇化和土地改革等利好驱使下，一线城市房价连创新高，热点城市“地王”频现，市场分化加剧；房企销售业绩猛增，融资及海外拓展需求加大。2013 年全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%；其中，住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。从供给方面看，绝大多数城市增加土地和普通住房供应，以政府为主提供基本保障、市场为主满足多层次需求的住房供应体系，逐步下放调控政策至各地方政府，

调控方向已逐步向增大供给等市场化措施靠拢，通过改善供需来平稳房价。全年房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.02%；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。



2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上住宅供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%。



2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现，主要得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方

米，下降 8.8%。

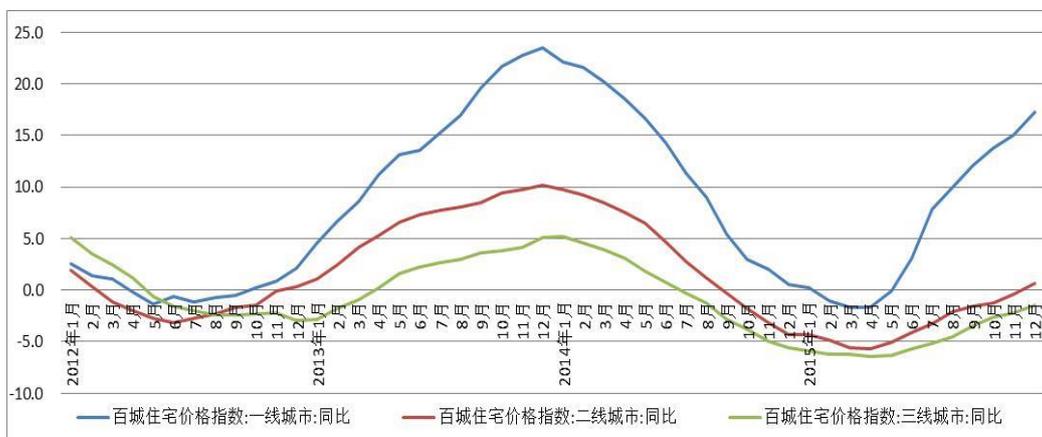
根据中国统计局数据，2014 年全国商品房待售面积为 62,169 万平方米，同比增长 26.12%，其中，其中住宅待售面积 40,684 万平方米，占比 65.44%，社会库存压力较大。2015 年，全国商品房待售面积为 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增幅下降，其中住宅待售面积 45,248 万平方米，占比 62.97%。整体看，2015 年全社会房地产行业库存规模增加，但增速有所放缓，库存压力仍较大。

总体来看，当前经济增速下行和高库存压力下，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，政策聚焦于挖掘房地产消费潜能，鼓励需求入市，进而恢复并带动投资信心。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势。

#### （4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。2013 年 12 月，百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点。

图 5 近年来年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 资讯

2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。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。

总的来看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求进一步释放，房价稳中看涨。随着中央工作会议关于去库存、稳楼市的相关部署在各地逐步落地实施，未来市场供求关系将得到改善，库存压力有望缓解。

### 3. 竞争格局

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

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 16.92% 和 22.79%，分别提高了 3.20 和 3.91 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 10.44% 和 13.65%，分别提高了 1.82 和 2.19 个百分点。2015 年房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。

表 2 2013~2015 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	13.72%	16.92%	16.87%
前 20 大企业销售额占比	18.88%	22.79%	22.82%
前 10 大企业销售面积占比	8.62%	10.44%	11.31%
前 20 大企业销售面积占比	11.46%	13.65%	14.62%

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营保持 7 家，2,000 亿房企增至 3 家，万科以 2,610 亿元的销售额稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2016 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

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

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

### 4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府多次出台抑制房价快速上涨的政策。

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

表 4 2013 年~2015 年主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划。
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2015 年 10 月	全面二孩政策
2016 年 2 月	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部联合发布了《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》，下调房地产环节契税和营业税。
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》

资料来源：联合评级搜集整理

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年底，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金

调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，随后楼市的政策态度渐入宽松。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

## 5. 行业关注

### 商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受这两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

### 发债规模激增，经营风险增大

2015年，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。百亿房企把握政策机遇，积极通过低成本公司债和定向增发等市场化融资方式，获得长期稳定的优质资本，渠道进一步拓宽，融资结构持续优化，资金成本显著下降。2015年百亿房企公司债发行量持续提升，特别是6月交易所对公司债开始放量以来，公司债呈爆发式增长，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比增长18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

### 市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

### 房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升利润率，获得超额利润。

### 中小房企面临被整合风险

高库存状态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，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等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方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

## 6. 行业发展

### 调控政策去行政化和长期化

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

### 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，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。

### 转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企2015年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

### 兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，开启收、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，使企业价值最大化。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司系联想控股（证券代码：03396.HK）子公司，为联想控股进行房地产开发的主体。公司拥有房地产开发二级资质。公司于 2001 年涉足开发和经营商业写字楼项目，2003 年进入住宅领域，经过十多年的发展，公司已开发项目主要分布于国内一线城市和经济发达的二、三线城市，产品线主要以精品为主。目前已形成北京、天津、重庆、武汉、大庆、长沙、合肥、海南、杭州等多个城市的全国性战略布局。截至 2015 年末，公司开发项目累计 46 个，累计开发面积超过 1,400 万平方米，土地储备占地面积 402.64 万平方米。

公司产品业态目前主要有写字楼、住宅和商业，未来计划在产业地产领域有所布局。公司写字楼项目主要集中在北京、深圳两地，主要有融科资讯中心、联想总部大厦、神州数码软件开发中心、融科石景山创意中心、融科望京中心和深圳研发大厦，其中融科资讯中心总用地面积约 8 万平方米，规划地上建筑面积约 24 万平方米，深圳研发大厦总建筑面积约 4.8 万平方米。企业客户定制写字楼项目有融科创意中心和搜狐新媒体大厦。住宅类项目主要有：北京地区的北京融科·橄榄城、北京融科·千章墅（别墅），天津地区的天津融科·心贻湾、天津融科·金月湾，武汉地区的融科天城、武汉天域和武汉花满庭，重庆地区的重庆融科城·海阔天空，长沙地区的长沙融科·三万英尺、长沙东南海、长沙檀香山等。

公司凭借精细化的产品设计、卓越的综合实力，近年来获得多个奖项。融科资讯中心于 2005 年被《精品购物指南》评为“北京楼市新地标”，于 2006 年被《中国经营报》评为“十大金牌写字楼”。2008 年，北京融科·橄榄城在第八届中国房地产发展年会上被评为“中国宜居住宅杰出项目”。2013 年，北京融科·千章墅被新浪乐居网授予“2013 年北京地区最具期待楼盘奖”，被搜狐焦点网授予“最具典藏价值别墅奖”。2014 年，北京融科公司被搜狐焦点网评为“实力品牌地产”；天津融科公司被评为“实力品牌地产”。

总体看，公司综合实力强、品牌知名度高，具有一定的行业竞争力；公司开发项目拥有较好的影响力和较高的品牌美誉度。

### 2. 人员素质

截至 2015 年底，公司主要高级管理人员包括总裁 1 人，副总裁 4 人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作经验多年，行业经验丰富。

公司总裁郑志刚先生，现年 50 岁，硕士学位，曾就职于东风汽车公司，后历任公司助理总经理、北京公司总经理以及副总裁等职，现任公司总裁。

公司副总裁兼财务总监周百皓先生，现年 64 岁，硕士学位，曾在安徽农林局、中国科技大学等单位任职，后历任联想控股财务资产部总经理、公司财务总监、审计部总经理等职，现任公司副总裁兼 CFO、审计部总经理。

公司副总裁任峰先生，现年 44 岁，硕士学位，曾任职于铁道部建厂局设计院、华夏实业有限公司等，后历任公司武汉公司总经理、华中公司总经理等职，现任公司副总裁兼华中大区总经理。

公司副总裁刘蔚先生，现年 44 岁，硕士学位，曾任职于中建上海富丽房地产公司、中建实业开发公司等公司，后历任公司长沙公司总经理、浙江公司总经理等职，现任公司副总裁兼华东大区总经理。

公司副总裁伍敏先生，现年 48 岁，硕士学位，曾任职于北京核二院、联想（北京）有限公司等公司，后在公司合作发展部、住宅事业部等部门任职，现任公司副总裁。

截至 2015 年底，公司员工总数 1,107 人。其中销售人员 354 人，占员工总数的 31.98%；技术人员 348 人，占员工总数的 31.44%；财务人员 99 人，占员工总数的 8.94%；其他 306 人，占员工总数的 27.64%。从学历来看，大学本科及以上学历 733 人，占员工总数的 66.21%；大学专科学历 264 人，占员工总数的 23.85%；高中及以下学历 110 人，占员工总数的 9.94%。从年龄构成来看，30 岁以下有 423 人，占员工总数的 38.21%，30~50 岁有 658 人，占员工总数的 59.44%，50 岁及以上的有 26 人，占员工总数的 2.35%。

总体看，公司高层管理人员大都具有较长的房地产行业从业经历和丰富的专业知识，综合素质较高；公司员工素质能够满足目前经营需要。

## 五、公司治理

### 1. 公司治理

公司按照《公司法》及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由股东大会、董事会、监事会、经营层组成的法人治理结构体系；同时建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、责权利分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。

股东大会是公司的权力机构，享有法律法规和公司章程规定的合法权利，决定公司经营方针、投资计划，审议批准公司年度预算方案、利润分配方案等重大事宜。

董事会对股东大会负责，公司董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人。董事会执行公司的经营计划、投资方案、预算方案等一切重大事宜。公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁 1 人，总裁由董事会聘请。总裁直接对董事会负责，执行董事会的各项决定，组织领导企业的日常生产、技术和经营管理工作。

公司监事会由 3 名监事组成，设监事会主席，其中职工监事 1 名。监事会对股东大会负责，对公司的财务以及公司董事和高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者董事会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

总体看，公司法人治理结构较为完善。

### 2. 管理体制

公司本部下设战略创新部、人力资源部、投资管理部、财务资产部和审计部五个部门。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。

子公司管控方面，公司实行多区域分权式的两级管理模式，房地产业务的具体实施由各子公司承担，公司在“投资、方案、施工、销售”四个关键环节进行把控，同时拥有对子公司管理层的考核权及子公司财务的控制权。扁平化的组织结构可以保证公司总部决策的力度和时效性，便于及时了解一线的市场信息和业务动态，同时给项目子公司充分授权。

财务管理方面，公司财务总监领导财务部门统一负责公司的财务管理、资金筹集和运用。公司执行《企业会计准则》进行财务核算，按业务类别建立费用中心和利润中心，对各地区（子）公司、项目实施独立核算、绩效考核，保证有关授权、签章等内部控制环节得以有效执行，确保会计核算的质量和会计职能作用的发挥。在财务审批方面，公司根据业务需要分设由项目或部门、公司投资管理部以及董事会三级财务审批权的审批制度，所有拟投资项目，由相关部门组织可研论证，经执行总裁决议后，按董事会授权呈报公司总裁或董事会批准后执行。

重大投资方面，公司依据房地产项目投资金额大、区域差异大、政策风险高的特点，结合自身经营情况，制定具体的投资管理制度。公司在选择投资项目时，重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算提高可行性分析的可行性，并由当地项目公司进行申报，确保投资项目及其取得过程安全、合法、高效。重大项目的投资由公司总部依据公司年度投资计划、统筹资源配置进行主导投资，投资金额超过董事会授权的项目，需在提请董事会决议通过后方可实施。

内部审计方面，为规范内部管理，促进业务发展，公司制定了内部审计制度，具有监督与服务的双重功能，主要分为常规审计、专项审计和特定抽查三类。审计制度以法律、法规和公司规章制度为依据，是对公司业务、管理、财务活动实行监控、检查的重要手段，也是加强公司投融资管理、经营管理、维护财产安全、提高经济效益的重要工具。内部审计主要是检查、评价子公司业务规划、预算编制及执行情况，评价与揭示子公司、各项目的投资风险和经营风险。

资金方面，公司实施总裁室领导下的两级资金管理体制。公司（总部）为投资型总部，负责公司整体战略方向和投资标准的制定、战略性融资、资源投放与调配以及各区域公司业绩考核与激励。区域公司作为被投资主体（利润中心），根据总部确定的战略方向、目标和资源边界，开展业务、为股东创造最大化的投资收益，区域公司向总部报筹融资方案，若过程中方案调整，需重新审批。区域公司及下属各子公司所有融资事项、信贷工作须在总部统一安排下，经公司总裁室审查同意方可实施。同时，公司总部根据整体运营情况，临时调配区域公司阶段性结存资金，临时调配资金按照先“额度外”后“额度内”原则，冲减占用总部往来资金。

采购控制方面，公司制定了工程招标管理流程，以规范审批、采购、验收、付款等采购活动中的各个环节，提高招标、采购活动的透明度和效率，着力加大项目招采计划及执行情况的管理力度，保证招采及时交付。在付款环节，公司加强了对项目公司付款凭证的审核力度，并对供应商履约情况进行定期评价。

成本控制方面，公司在产品定位之后有一个目标成本总控制，之后将总成本分类，在执行过程中每月均要进行综合成本分析，确保公司总体成本不超过预定目标。对于工程质量控制，子公司配备完整的工程、采购、质量、技术等专业人员，常驻项目现场，对材料进场进行抽检，并对工程施工质量进行现场监督，以保证工程质量。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司业务经营主要以房地产开发为主，并持有一定量的物业，整体经营规模较大。2013~2015年，公司分别实现营业收入 88.93 亿元、112.48 亿元和 103.61 亿元，呈波动增长态势，三年复合增长 7.94%，其中 2014 年较上年增长主要系无锡、重庆、大庆以及昆明等地项目交房结转所致，2015 年较上年下降主要系北京已开发项目到尾盘所结转的收入大幅下降所致；分别实现净利润为 12.81 亿元、6.23 亿元和 4.85 亿元，呈持续下降态势，三年复合下降 38.45%，主要系公司 2013 年、2014 年当期分别计提较大额度的存货跌价准备所致，其中截至 2014 年底，公司共计提存货跌价准备 7.74 亿元（开发成本占 90.63%），截至 2015 年底，公司共计提存货跌价准备 11.62 亿元（开发成本占 88.00%）。

公司 2013~2015 年的主营业务收入主要由房地产销售收入、物业管理收入和其他收入等。近三年公司主营业务收入占营业收入均超过 97.00%，主营业务十分突出。从公司营业收入构成上看，

房地产销售业务是公司主要收入来源，近三年在公司营业收入的比重均超过 96%，2013~2015 年，公司房地产销售分别实现营业收入 86.21 亿元、112.09 亿元和 102.37 亿元，波动上升，其中 2015 年较上年下降 8.67%，主要系当年结转的项目位于二三线城市均价相对较低所致。公司物业出租收入规模较小，近三年在公司营业收入中的占比不大，2013 年第一太平融科物业管理（北京）有限公司不再计入公司合并范围使得公司的物业管理收入占比较小。公司的其他业务收入主要包括商务咨询收入和其他服务型收入等，近三年收入波动较大，但在公司营业收入中所占的比重小，对公司营业收入规模影响不大。

毛利率变化方面，公司近三年整体毛利率呈波动下降状态，2013~2015 年整体毛利率分别为 37.48%、42.52% 和 34.86%，波动下降，其中 2014 年公司毛利率较上年增加主要北京千禧树等高端项目拿地时间早，成本较低，而售价较高整体毛利率较高所致。分业务来看，公司 2015 年房地产销售收入的毛利率为 34.62%，较 2014 年的 42.42% 有明显下降，主要系收入占比最大的合肥地区毛利率相对较低所致。公司物业出租和其他业务的毛利率水平波动显著，主要由于新交付融科资讯中心 B 座进而可租面积变化和不同区域成本波动等原因，具体情况见下表。

表 5 2013~2015 年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产销售	86.21	96.95	38.33	112.09	99.66	42.42	102.37	98.80	34.62
物业出租	0.08	0.09	61.86	0.08	0.07	74.11	0.91	0.88	42.31
其他	2.64	2.97	8.80	0.30	0.27	71.63	0.33	0.32	87.06
合计	<b>88.93</b>	<b>100.00</b>	<b>37.48</b>	<b>112.48</b>	<b>100.00</b>	<b>42.52</b>	<b>103.61</b>	<b>100.00</b>	<b>34.86</b>

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从公司营业收入区域分布看，公司营业收入来源较为分散，且区域范围逐年增加，但区域占比变化较大，其中 2013 年占比较大的有北京（占比 44.41%）、天津（占比 15.91%）和长沙（占比 14.34%），2015 年占比较大的有合肥（占比 23.85%）、天津（占比 16.19%）、北京（占比 13.64%）和武汉（13.44%）。

表 6 2013 年~2015 年公司营业收入区域分布情况（单位：亿元，%）

城市	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
北京	39.49	44.41	37.78	33.59	14.13	13.64
天津	14.15	15.91	14.33	12.74	16.77	16.19
武汉	10.02	11.27	12.60	11.20	13.93	13.44
长沙	12.75	14.34	2.73	2.43	4.22	4.07
杭州	--	--	5.10	4.53	3.33	3.21
无锡	0.42	0.47	10.51	9.34	2.54	2.45
合肥	1.27	1.43	0.41	0.36	24.71	23.85
重庆	7.96	8.95	14.33	12.74	8.45	8.16
景德镇	0.54	0.61	0.13	0.12	1.26	1.22
大庆	--	--	8.04	7.15	4.03	3.89
昆明	--	--	6.52	5.80	7.87	7.60
大连	2.33	2.62	--	--	2.37	2.29
合计	<b>88.93</b>	<b>100.00</b>	<b>112.48</b>	<b>100.00</b>	<b>103.61</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

总体看，近三年公司以房地产销售为主要业务，营业收入规模较大，营业区域逐年扩张，但公司营业收入波动较大，且计提的跌价准备额度较大，毛利率和净利润均有所下降，存在一定的经营风险。公司整体经营状况一般。

## 2. 土地储备

公司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公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。

公司土地储备基本通过“招、拍、挂”方式获得，公司主要以单独开发为主，在购置大型、价值高且需要即时付款的土地时，公司会与其他开发商合作开发以减轻资金压力。

土地储备方面，公司每年根据自己的开发能力和土地市场行情对土地收储政策进行调整，并本着保持适度增长的原则对土地储备进行有选择的收储。从土地储备的区域来看，近年来，公司主要关注一、二线核心及重点城市的土地收储机会，但是也会适时关注三、四线城市中具有良好盈利前景的土地出让信息并审慎参与收储。公司会对拟进入城市的现状、发展趋势、人口、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，并决定是否进入该城市。

2013~2015年，公司土地购置计划逐年减少，分别新增土地面积 147.57 万平方米、32.61 万平方米和 18.71 万平方米，逐年下降，主要系公司前期开发项目体量较大、工期较长，且受市场行情不景气影响，公司有意放缓取地节奏所致。截至 2015 年底，公司土地储备面积 402.64 万平米，对应建筑面积 894.64 万平米。公司部分地区的土地拿地较早，公司根据市场销售情况进行滚动开发。整体看，公司土地储备较充足，能满足未来几年的开发需要。

从土地性质来看，截至 2015 年底，公司的土地储备占地面积 402.64 万平米，业态以住宅为主，辅以商业和写字楼，其中三亚市海棠湾项目是低层独栋度假屋。公司楼面地价均较低，为公司未来盈利能力提供了条件。从区域分布来看，公司土地储备主要分布于天津静海、大庆、三亚、昆明、合肥等二、三线城市，具体分布见下表，其中面积较大前七个区域分别是大庆（占比 17.06%）、三亚（占比 15.14%）、天津（占比 14.40%）、重庆（占比 10.37%）、合肥（占比 8.89%）、武汉（占比 6.16%）和杭州（占比 5.25%），大多集中在经济发展较快以及人口导入型城市，加上公司拿地成本相对较低，会对公司未来房产销售、盈利能力能形成较强的支撑。但是截至 2015 年底，公司土地储备面积最大的是大庆，该地区宏观环境不景气（2015 年 GDP 同比下降 2.3%），公司存在一定的经营风险。

表 7 截至 2015 年底公司土地储备获取情况（单位：万平方米，亿元，%）

项目名称	所在地	土地取得时间	物业类型	占地面积	建筑面积	楼面地价	享有权益	当前状态
融科千章墅	北京	2010.9	住宅	6.03	12.11	8,381	80	在建
瀚棠园二期	天津河东区	2014.1	住宅	6.43	15.14	11,125	31	在建
团泊湖	天津静海县	2010.4	住宅	50.32	35.74	1,501	95	拟建
泰怡园	天津开发区	2009.7	住宅	0.05	0.08	499	31	在售
丰合园		2009.7	住宅	1.16	1.78	491	31	尾盘
融科上城	唐山曹妃甸区	2011.10	住宅及商业	1.06	1.62	600	42	尾盘
雁栖渡	大连甘井子区	2013.7	住宅及商业	11.89	16.64	2,231	50	在售
融科智地（大庆）投资有限公司-三标段	大庆高新区	2011.5	住宅、商业	2.27	8.52	658	100	拟建
大庆融科信息产业投资有限公司		2013.6	商业金融用地	4.23	10.15	1,255	100	拟建

融科智地(大庆)云计算有限公司		2013.6	商业金融用地	2.76	3.31	1,358	100	停工
大庆融科基业投资有限公司		2013.6	商业金融用地	2.46	12.03	784	100	拟建
大庆融科启航投资有限公司		2013.6	商业金融用地	2.23	8.24	1,005	100	拟建
大庆融科盛拓房地产有限公司		2013.6	商业金融用地兼二类居住用地	16.83	43.77	1,016	100	拟建
大庆融科劲翔房地产有限公司		2013.6	商业金融用地兼二类居住用地	7.59	17.46	1,051	100	拟建
大庆融科盛世房地产有限公司		2013.6	商业金融用地兼二类居住用地	10.34	10.45	1,114	100	拟建
大庆融科天城房地产有限公司		2013.6	商业金融用地兼二类居住用地	20.00	20.20	938	100	拟建
融科天域	武汉市东湖新技术开发区	2014.10	城镇住宅用地	4.71	19.69	2,143	36	在售
珞瑜路95号二期	武汉市洪山区	2007.8	住宅及商业	1.40	7.07	3,270	100	拟建
融科智谷一期		2015.3	写字楼	12.91	10.20	1,540	100	在建
融科智谷二期		2015.3	写字楼	1.55	7.75	244	100	拟建
融科智谷三期		2015.3	写字楼	4.25	20.54	252	100	拟建
靳江明珠二期	长沙市岳麓区	2006.9	住宅及商业	2.64	19.76	94	95	拟建
靳江明珠二期		2005.1	住宅及商业	2.00			95	拟建
东南海三期	长沙市雨花区	2007.2	住宅及商业	2.77	10.10	511	75	在售
九域一品2-5期1	景德镇西山路	2008.9	住宅及商业	7.25	18.94	402	100	在建
九域一品2-5期2		2012.8	住宅	3.55	4.26	1,104	100	拟建
九域一品2-5期3		2013.12	商服	0.33	0.60	1,326	100	在建
融科·瓊骊山	杭州市西湖区	2009.12	住宅、商业	4.28	12.73	7,135	100	在售
融科·瓊颐湾	杭州市余杭区	2013.2	住宅、商业	6.08	21.00	8,302	100	在售
融科·东南海	杭州市萧山区	2014.12	住宅、商业	10.79	40.82	2,082	100	在售
江苏融科玖玖世家	江苏省无锡市	2010.7	住宅及商业	10.57	29.78	5,949	95	拟建
无锡融科玖玖世家		2008.5	住宅及商业	4.00	16.15	1,652	100	在售
金湖湾世家		2010.8	住宅及商业	4.34	6.03	3,590	100	拟建
橡树澜湾E组团	重庆北部新区	2004.6	住宅及商业	8.62	5.79	477	100	在售
自由时光	重庆市巴南区	2013.4	住宅及商业	11.29	28.22	1,551	100	在售
滕王阁1号地项目	重庆市大渡口区	2013.12	住宅及商业	2.19	7.87	1,924	100	拟建
滕王阁2号地项目		2013.12	住宅及商业	1.44	4.33	1,924	100	拟建
滕王阁3号地项目		2013.12	住宅及商业	3.27	9.83	1,924	100	拟建
滕王阁4号地项目		2013.12	住宅及商业	3.91	14.47	1,924	100	在建
滕王阁5号地项目		2013.12	住宅及商业	3.09	11.75	1,924	100	拟建
滕王阁7号地项目		2013.12	住宅及商业	2.76	10.48	1,924	100	在售
滕王阁8号地项目		2014.7	住宅及商业	5.18	20.19	2,000	100	在建
联想科技城(二期)		昆明市五华区	2012.6	商业	2.19	6.58	930	51
联想科技城(三期)	2013.2		住宅及商业	2.66	9.59	1,167	51	尾盘
联想科技城A10	2013.2		住宅及商业	5.04	17.66	1,197	51	在建
联想科技城A13	2013.2		商业	3.92	13.61	1,209	51	在建
联想科技城A6	2013.2		住宅及商业	9.71	31.07	1,312	51	拟建
联想科技城A7	2013.2		商业	6.93	33.39	871	51	拟建
联想科技城A9	2013.2		商业	4.39	13.17	1,400	51	拟建
融和园	合肥市经开区		2012.8	住宅	7.21	29.38	1,779	42
融福园		2012.8	住宅	3.97	16.69	2,306	42	拟建
融泽园		2012.8	住宅	8.45	35.40	2,306	42	拟建
融馨园		2012.8	住宅	7.19	30.77	2,306	42	拟建
智融投资		2014.12	商业	2.63	11.86	1,153	42	拟建
智地投资		2014.12	商业	2.87	28.34	1,153	42	拟建

融科梧桐里二期	合肥双凤开发区	2012.9	住宅	3.46	12.09	792	60	在售
朝宗原筑二期商业	江苏省江阴市	2009.10	商业	0.20	0.11	2,838	100	在售
朝宗原筑三期别墅		2009.10	住宅	0.03	0.05	10,648	100	在售
海棠湾项目	三亚海棠湾区	2011.6	低层独栋度假屋	58.74	20.05	7,450	65	拟建
迎宾路壹号	三亚吉阳区	2013.10	住宅及商业综合楼	2.23	9.24	2,810	60	在建
<b>合计</b>				<b>402.64</b>	<b>894.64</b>		--	

数据来源：公司提供

注：1.本表按项目填列，截至2015年底房地产拟开发项目及在建中未竣工入伙部分的占地、建筑面积及相应土地成交楼面单价；2.占地面积按截至2015年底房地产拟开发项目及在建中未竣工入伙部分的占地面积。3.建筑面积按截至2015年底房地产拟开发项目及在建中未竣工入伙部分的建筑面积填列。

总体看，公司土地储备规模较大，主要分布在二、三线城市，能够满足公司未来几年的建设需求。但公司部分土地储备所在的城市经济出现下滑，存在一定的经营风险。

### 3. 项目开发情况

从项目开发数据来看，2014年，公司新开工面积达135.55万平方米，全年房屋施工面积407.48万平方米，年内竣工面积158.33万平方米，房屋竣工面积规模较2013年明显增长，当年新开工面积较上年有所下降。2015年，公司新开工面积较上年有所下降，为120.21万平方米，全年房屋施工面积379.56万平方米，年内竣工面积148.40万平方米，新开工面积、房屋施工面积和当年竣工面积均较2014年有所下降，其中2015年公司新开工项目主要集中在杭州、重庆和昆明等地。公司近三年房屋施工面积波动增长，其中2015年施工面积较大的区域主要有重庆、昆明、杭州、合肥以及武汉等地。

表8 近三年公司项目开发情况

项目	2013年	2014年	2015年
当期新开工面积（万平方米）	148.76	135.55	120.21
房屋施工面积（万平方米）	382.85	407.48	379.56
当期竣工面积（万平方米）	65.37	158.33	148.40

资料来源：公司提供

注：公司提供房屋施工面积指报告期内施工的房屋建筑面积，包括本期新开工面积和上年开发跨入本期继续施工的房屋面积，以及上期已停建在本期复工的房屋面积；

从在建项目投资看，截至2015年底，公司在建项目的建筑面积共计499.83万平方米，工程预计总投资331.83亿元，已完成投资182.85亿元，未来尚需投资148.98亿元，尚需投资规模较大。其中尚需投资规模较大的项目有合肥智地投资（25.46亿元）、智融投资（13.08亿元），武汉融科智谷三期（13.40亿元）、融科天城五期（8.79亿元）以及杭州钱塘东南家园一期（8.35亿元）。

表9 截至2015年底公司在建工程投资概况（单位：万平方米，亿元）

序号	项目名称	地理位置	总建筑面积	预计投资	累计已投资
1	千章墅嘉园三期	北京	7.08	10.69	8.68
2	千章墅嘉园四期		5.03	8.43	4.77
3	瀚棠园一期	天津河东区	8.88	14.95	11.63
4	橡树岛二期	天津静海县	7.25	8.25	3.13
5	雁栖渡项目	大连市甘井子区	23.53	16.89	12.57
6	融科天城五期	武汉市江岸区	11.56	12.41	3.62
7	融科天城	武汉市东湖新技术开发区	19.69	12.17	6.91

8	融科智谷一期	武汉市洪山区	10.20	6.99	2.98
9	融科智谷二期		7.75	5.22	0.20
10	融科智谷三期		20.54	13.94	0.54
11	融科·东南海一期	长沙市雨花区	41.57	18.06	18.06
12	融科·东南海二期		16.77	7.72	7.72
13	融科·东南海三期		19.49	9.22	7.94
14	融科·东南海四期		0.39	0.39	0.16
15	融科·九域一品	景德镇市高新区	31.49	12.00	4.88
16	融科·瓊颐湾	杭州市余杭区	21.00	25.70	20.71
17	钱塘东南家园一期	杭州市萧山区	33.07	16.67	8.32
18	无锡融科融科玖玖世家	无锡市滨湖区	16.15	9.00	7.69
19	橡树澜湾 E 组团	重庆-鸳鸯	5.79	4.37	3.28
20	自由时光一期	重庆-巴南	29.47	13.40	9.10
21	滕王阁 7 号地项目	重庆大渡口	12.30	5.70	4.49
22	滕王阁 4 号地 3 标段		9.51	4.40	2.63
23	昆明联想科技城二期	昆明市五华区	8.30	5.39	3.13
24	昆明联想科技城三期		13.52	5.34	3.76
25	昆明联想科技城 A10-1 地块		16.24	7.14	2.07
26	昆明联想科技城 A13-1 地块		13.04	7.49	1.90
28	融科梧桐里二期	合肥市双凤开发区	12.60	4.82	1.85
28	融科城融和园	合肥经开区	29.38	12.50	9.35
29	智融投资		13.00	15.11	2.03
30	智地投资		26.00	27.47	2.01
31	迎宾路壹号	海南省三亚市吉阳区	9.24	10.00	6.74
合计			<b>499.83</b>	<b>331.83</b>	<b>182.85</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产开发的规模较大，公司建设项目逐年增加，竣工面积波动增长，维持在较高水平；在建项目较多面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但资金的需求量大。

#### 4. 房地产销售情况

公司房地产开发的销售模式采取以自建销售团队方式为主，以专业团队销售为辅的销售模式。公司从事房地产经营多年，对地区房地产行业市场和客户需求、客户购买力等较为了解；公司培养自身销售团队，有效控制销售成本。公司销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。

在销售管理方面，公司定期与销售团队召开销售会议，协调销售进度。销售人员的考核主要关注销售进度完成情况和回款情况等。

从收入来看，公司的销售以住宅为主，商业和写字楼项目销售占比相对较少。公司住宅销售的目标对象以刚性需求为主，为了能够实现房屋的快速销售及资金及时回笼，公司采用快销开发模式，取得预售证后及时推出可售房源。

从销售数据来看，2013 年，房地产行业宏观调控持续进行，公司重点布局区域北京、武汉、天津、杭州、合肥和重庆等城市住宅新增供应量大幅增加，公司当年实现签约销售金额 137.03 亿元、签约销售面积 115.39 万平方米。受公司 2013 年房屋施工面积较大的影响，2014 年公司竣工面积大幅增长，合肥的融和园、梧桐里等项目达到预售状态，公司可售项目充足，但受政策以及

区域经济发展的影响，公司当年实现签约销售金额 65.55 亿元、签约销售面积 69.26 万平方米，分别较上年大幅下降 52.16% 和 39.98%。2015 年公司的天津翰棠园、昆明的联想科技城、武汉的融科天域等项目达到预售状态，且合肥的融和园销售大增，公司全年实现签约销售金额共计 114.52 亿元、签约销售面积 114.79 万平方米，分别较上年增长 74.71% 和 65.74%，主要系较为宽松的政策影响所致。

表 10 公司 2013~2015 年销售概况

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
签约销售面积（万平方米）	115.39	69.26	114.79
签约销售金额（亿元）	137.03	65.55	114.52
签约销售均价（万元/平方米）	1.19	0.95	1.00
结转收入面积（万平方米）	72.45	91.86	109.03
结转收入（亿元）	86.21	112.09	102.37

资料来源：公司提供

从结转情况来看，2014 年，公司结转面积 91.86 万平方米，较上年增长 26.79%，结转收入 112.09 亿元，较上年增长 30.02%，结转收入增速快于结转面积增速，主要系当期结转项目包含北京融科橄榄城、千樟树等高端项目。2015 年，公司结转面积 109.03 万平方米，较上年增长 18.69%，主要系合肥融科城当年大幅结转所致；结转收入 102.37 亿元，较上年下降 8.67%，主要系结转项目位于合肥、大庆以及武汉等地，售价相对较低所致。

截至 2015 年底，公司待售面积 150.89 万平方米，公司的去化压力较大。从项目销售进度来看，截至 2015 年底，公司签约面积占总可售面积的比例约为 76.52%，整体销售进度一般。从具体项目来看，截至 2015 年底，公司位于天津、武汉和昆明等地的项目距离首期开盘时间较早，整体去化率较高。在其他城市中，由于销售时间长短不一，区域经济环境不同，不同项目的销售情况各不相同。由于区域行业景气度下降，公司在重庆、杭州、长沙和江阴等城市的项目未售面积占可售面积的比例较高，面临较大的去化压力。

表 11 截至 2015 年底公司项目销售进度（单位：万平方米、%）

项目名称	区域	首期开盘时间	可售面积	签约面积	签约面积占可售面积比重
融科千章墅	北京	2012.7	19.39	9.63	49.66
融科钧廷苑	北京	2011.1	13.51	12.62	93.41
君远（丰合园）	天津开发区	2013.4	10.30	9.87	95.83
君泰（泰怡园）		2012.12	2.73	2.65	97.07
融发（上城）	唐山曹妃甸	2011.11	20.04	19.70	98.30
融豪（瀚棠园）	天津河东区	2015.1	7.06	4.07	57.65
团泊（橡树岛）	天津静海县	2013.10	6.99	5.68	81.26
雁栖渡项目	大连甘子井	2015.3	17.10	3.54	20.70
融科智地（大庆）投资有限公司-一、二标段	黑龙江大庆	2012.6	30.00	21.89	72.97
天城项目一期	湖北省武汉	2007.4	18.99	18.98	99.95
天城项目二期		2009.9	9.18	9.15	99.67
天城项目三期		2010.10	7.48	6.70	89.57
天城项目四期		2012.9	10.27	8.86	86.27

融科天域		2015.9	6.74	6.65	98.66
融科珞瑜路 95 号一期		2011.11	6.60	6.50	98.48
融科花满庭		2013.11	18.84	18.13	96.23
融科·东南海一期	湖南长沙	2010.9	34.57	34.57	100
融科·东南海二期		2012.4	12.85	12.37	96.26
融科·东南海三期		2013.9	14.50	6.67	46.00
融科·九域一品一期	江西景德镇	2010.11	3.73	3.42	91.69
瓊骊园 (融科.瓊骊山)	杭州西湖区	2013.6	12.55	6.00	47.81
瓊颐湾 (融科.瓊颐湾)	杭州余杭区	2015.5	15.00	3.93	26.20
钱塘东南家园一期	杭州萧山区	2015.9	21.45	5.19	24.20
无锡融科玖玖世家一期	无锡滨湖区	2010.4	10.15	9.68	95.37
无锡融科玖玖世家二期		2014.9	10.82	6.27	57.95
江苏融科玖玖世家		2012.6	8.28	7.11	85.87
金湖湾世家一期	无锡锡山区	2011.9	7.94	7.09	89.29
金湖湾世家二期		2014.5	6.50	0.87	13.38
融科城 ABC 区	重庆北部新区	2005.7	13.34	12.93	96.93
橡树澜湾 A 组团		2008.9	3.45	3.45	100
橡树澜湾 D1 组团		2009.12	4.95	4.95	100
橡树澜湾 D2D3 组团		2012.3	4.45	4.43	99.55
橡树澜湾 B 组团		2009.10	1.04	0.50	48.08
海阔天空二期 1-17#楼项目		2009.7	41.39	40.05	96.76
4#金湖湾		2012.9	24.66	23.98	97.24
4#金湖湾车库		2015.5	3.65	0.62	16.99
2#四期金开中心		2013.12	8.45	2.54	30.06
橡树澜湾 C 组团		2013.7	3.38	2.47	73.08
橡树澜湾 E 组团		2014.7	3.80	2.15	56.58
巴南自由时光	重庆巴南区	2014.9	18.70	6.54	34.97
大渡口滕王阁项目	重庆大渡口区	2015.7	9.18	0.88	9.59
联想科技城 (一期)	昆明五华区	2013.6	21.02	19.06	90.68
联想科技城 (二期)		2015.5	6.37	0.02	0.31
联想科技城 (三期)		2015.5	9.19	8.37	91.08
融科城融祥园	合肥经开区	2013.6	27.02	25.97	96.11
融科城融和园		2014.4	22.41	21.18	94.51
融科梧桐里一期	合肥双凤开发区	2014.1	10.22	9.84	96.28
融科梧桐里二期		2015.8	1.23	0.48	39.02
融科九重锦	合肥政务区	2008.11	24.05	23.54	97.88
朝宗原筑一期住宅	江苏江阴市	2010.11	3.50	2.91	83.14
朝宗原筑二期住宅		2011.6	4.19	2.03	48.45
朝宗原筑二期商业		2011.6	0.46	0.00	0
朝宗原筑三期别墅		2013.8	1.75	0.48	27.43
朝宗原筑三期商业		2013.8	0.11	0.00	0
迎宾路壹号	海南三亚	2015.1	7.01	4.48	63.91
<b>合计</b>		--	<b>642.53</b>	<b>491.64</b>	<b>76.52</b>

资料来源：公司提供

从公司近三年的项目开发和销售情况看，公司可售项目充足，未来项目实现销售后，公司营

业收入规模有望进一步提升。但公司部分待售项目所在区域行业景气度下降，销售周期较长，存在一定的经营风险。

总体看，受国家宏观调整的影响，房地产市场整体有好转趋势，公司 2015 年签约销售面积、金额和销售均价较上年有所上升；但公司去化情况一般，部分二、三线城市的项目面对着较大的去化压力。

#### 5. 自持物业概况

公司自持少量在房地产开发过程中形成的商业物业。截至 2015 年底，公司主要持有 3 个运营中的自持物业以及部分底商、车位和仓库等零星物业资源，可租赁面积总计 7.95 万平方米，具体情况见下表。

表 12 截至 2015 年底公司自持物业概况（单位：平方米，%，万元）

序号	项目名称	地理位置	可租赁面积	出租率	租赁收入
1	融科智地股份公司 B 座	北京海淀区	67,814.00	54.00	4,605.91
2	融科天城幼儿园	武汉江岸区	2,727.98	100.00	30.00
3	融科望京中心	北京朝阳区	8,953	0.00	0
4	底商、人防、地下车位、储物间等	--	--	--	4,492.94
合计			<b>79,494.98</b>	<b>--</b>	<b>9,128.85</b>

资料来源：公司提供

融科智地股份公司 B 座项目为位于北京市中关村东区科学院南路 2 号融科资讯中心，总建筑面积为 96,983 平方米，是计划未来为公司母公司联想控股体系内其他公司提供的物业服务，现阶段出租率不高。融科天城幼儿园为整体对外出租，2015 年，实现营业收入 30.00 万元。截至 2015 年底，融科望京中心新交付，尚未营业未有租户入驻，租金收入为 0 元。

总体看，公司的自持物业规模较小，租金收入对公司收入贡献不大。

#### 6. 经营效率

2013~2015 年，公司存货周转率分别为 0.22 次、0.20 次和 0.19 次，逐年下降；同期，公司总资产周转率分别为 0.26 次、0.27 次和 0.24 次，波动下降。其中 2015 年公司存货周转率和总资产周转率分别较上年有所下降，主要系公司平均存货增加所致；公司的流动资产周转率为 0.12 次，较上年有所下降，主要系 2015 年结转的营业收入下降所致。

表 13 房地产开发类上市公司 2015 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
金地集团	0.30	0.29	0.25
万科 A	0.40	0.39	0.35
保利地产	0.30	0.34	0.32
光明地产	0.46	0.49	0.45
信达地产	0.19	0.20	0.18
中粮地产	0.28	0.30	0.27
世茂股份	0.39	0.41	0.24
<b>融科智地</b>	<b>0.19</b>	<b>0.12</b>	<b>0.24</b>

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

从同行业上市公司比较情况看，公司存货周转率和流动资产周转率均低于行业平均水平，总资产周转率位于行业中等水平。总体看，公司经营效率一般。

#### 7. 经营关注

(1) 房地产行业已经暂时告别高速发展阶段，行业利润率回归正常水平，部分二、三线城市去化压力加大。

(2) 公司主要项目分布较为集中，易受所在区域房地产市场政策波动影响，盈利规模可能出现波动。

(3) 公司在建项目较多，规模较大，所需资金压力较大，公司对外融资需求较大。

(4) 公司部分项目所在区域经济发展处于下滑态势，计提较大的跌价准备，且公司经营效率一般，存在一定的经营风险。

#### 8. 未来发展

未来公司将继续坚持“扎根二线城市”的发展战略，把握长期系统的机会，在有潜质的城市实现扎根发展、多项目和精细化运作，使公司的品牌效应、人力资源、政府资源、项目间现金流之间的配合效率继续提升，并保持为公司创造利润。

在开发产品方面，公司未来将走住宅开发和为企业客户服务并重的“两条腿走路”战略。在住宅开发领域继续走精品路线，在细分市场中寻找机会。为企业客户服务方面，公司将依托母公司联想控股体系内的资源拓展市场，在未来三到五年的时间里不断创新求变，着力发展企业客户的定制业务，并在为企业服务的产业园区（综合体）方面形成突破。力求形成一套结合住宅业务、量身定制，及产业园区（综合体）等业务为一体的新型业务结构。

在开发模式上，公司将坚持“合作开发”的战略。通过股权开放、项目合作等多种方式，充分实现合作方在土地、资金等优势资源上的整合互补。

整体看，公司战略结合自身发展的比较优势和当前行业环境，能够支持公司的可持续发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表均经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙），3 年出具的均为标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》和修订的 41 项具体会计准则等编制。

公司 2014 年不再纳入合并范围的主体是烟台融安房地产开发有限公司，新纳入合并范围的主体有长沙璟泰工苑置业有限公司、合肥联创智融投资管理有限公司等；公司 2015 年合并范围变化主要是增加北京融智创投投资管理有限公司、云南融科创智教育投资有限公司以及杭州嘉融置业有限公司 3 家新设立子公司。公司近三年合并财务报表范围有所变化，但由于新纳入合并范围公司以及不再纳入合并范围的主体规模均较小，故财务数据的可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 439.23 亿元，负债合计 371.99 亿元，所有者权益 67.24 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 49.23 亿元。2015 年，公司实现营业收入 103.61 亿元，净利润 4.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.55 亿元。2015 年，公司经营活动现金流量净额为 23.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.02 亿元。

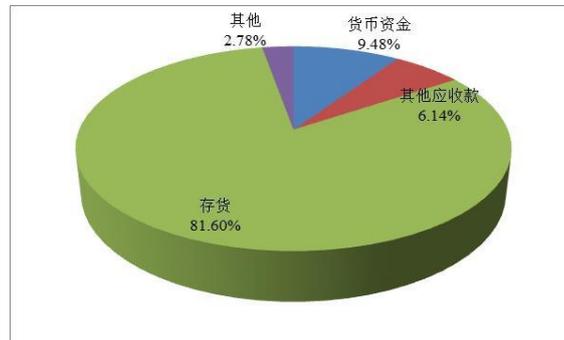
## 2. 资产质量

2013~2015 年底，公司资产规模逐年增加，年均复合增长 3.03%，主要系公司业务稳步发展所致。截至 2015 年底，公司资产总额 439.23 亿元，较年初增长 2.71%。截至 2015 年底，公司的资产总额中流动资产占比 93.19%，非流动资产占比 6.81%，较上年底变化不大，流动资产为主符合房地产开发企业特征。

### 流动资产

2013~2015 年底，公司流动资产波动上升，年均复合微增 0.05%。截至 2015 年底，公司流动资产为 409.33 亿元，较年初下降 2.88%，主要系公司存货减少所致。截至 2015 年底，公司流动资产中以货币资金（占 9.48%）、其他应收款（占 6.14%）和存货（占 81.60%）为主（如下图所示）。

图 6 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年底，公司货币资金波动下降，年均复合下降 13.30%。截至 2014 年底，公司货币资金为 34.07 亿元，较年初下降 33.97%，主要系受房地产市场景气度下降以及公司当年大部分项目尚未达到可预售或可交付状态，房地产销售回款有所减少所致；截至 2015 年底，公司货币资金 38.79 亿元，较年初增长 13.84%，主要系借款增加所致。截至 2015 年底，公司受限的货币资金 2.70 亿元，主要系公司以 2.70 亿元的定期银行存单抵押取得 1 年期的银行借款 2.56 亿元，受限比例 6.96%，受限比例较低；公司货币资金中主要以银行存款（占 99.97%）为主。

2013~2015 年底，公司应收账款逐年下降，年均复合下降 61.38%。截至 2014 年底，公司应收账款为 0.42 亿元，较年初下降 75.69%，主要系回收部分应收款及土地整理款所致；截至 2015 年底，公司应收账款为 0.26 亿元，较上年下降 38.65%，主要系搜狐畅游等客户的款项收回。从账龄上来看，公司应收款项主要为 1 年期（占比 77.73%）为主。截至 2015 年底，公司应收账款按组合计提坏账准备 10.00 万元。

公司预付款项主要系预付政府的土地款，2013~2015 年底，公司预付款项逐年下降，年均复合下降 74.33%，主要系受部分土地手续办完将土地所有权确认至存货所致。截至 2014 年底，公司预付款项 9.16 亿元，较年初下降 73.87%；截至 2015 年底，公司预付款项为 2.31 亿元，较年初下降 74.79%。从账龄看，公司预付款项中 1 年期以内占比 33.03%，1~2 年期占比 2.70%，2~3 年期占比 62.67%，2~3 年期占比较大主要系公司 2013 年预付的武汉市土地交易中心的 1.16 亿元土地款因土地手续尚未办理完毕所致。

2013~2015 年底，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 2.97%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额为 25.39 亿元，较年初增长 4.17%，主要系内部资金融通增加所致。按款项性质来看，公司其他应收款主要系资金融通（20.46 亿元，占比 83.91%）和押金保证金（2.72 亿元，占比 10.72%）等。截至 2015 年底，公司其他应收款组合中，按账龄分析法计提坏账准备的其他

应收款账面余额 1.29 亿元，共计提坏账准备 0.26 亿元；按其他方法计提坏账准备的其他应收款账面余额 24.10 亿元，未计提坏账准备，其中关联方组合占比 84.87%，抵押、保证金及备用金组合占比 15.13%，关联方占比较大对公司的资金形成了一定程度的占用。截至 2015 年底，公司其他应收款账面净额为 25.13 亿元，较年初增长 4.21%，主要系内部资金往来所致。其他应收款中前五名合计 16.61 亿元，占比 65.40%，集中度较高。

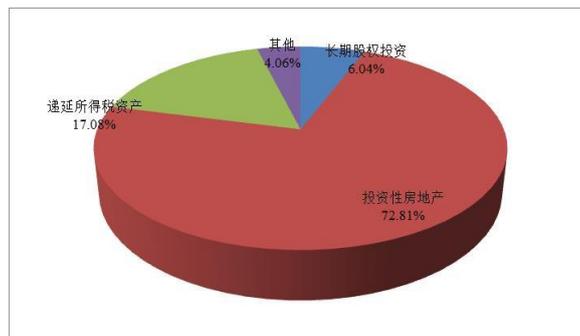
2013~2015 年底，公司存货波动上升，年均复合增长 7.91%。截至 2014 年底，公司存货账面净额 345.71 亿元，较年初增长 20.52%，主要系联想科技城、海棠湾等项目开发投资增加所致，其中开发成本占 82.81%，开发产品占 17.19%；截至 2015 年底，公司存货账面净额 334.03 亿元，较年初下降 3.38%，主要系合肥融科城项目大幅结转所致。截至 2015 年底，公司计提存货跌价准备共计 11.62 亿元，其中开发成本计提跌价准备 10.23 亿元，主要系大庆、浙江等区域市场波动存在减值的情形所致，公司存货计提跌价准备经年报审计师（瑞华）、联想控股上市审计师（普华永道）的审计确认，均出具了标准无保留意见，未经专业的资产评估机构进行评估。截至 2015 年底，公司有账面价值 128.30 亿元的存货用于借款抵押和质押，抵押受限比例 38.41%，受限比例较高。

2013~2015 年底，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 6.02%。公司其他流动资产主要系预缴营业税金及附加、预缴企业所得税以及预缴土地增值税等。截至 2015 年底，公司其他流动资产 8.81 亿元，较年初增长 10.39%，主要系随着经营规模的扩大，公司预缴的营业税金及附加增加所致。

#### 非流动资产

2013~2015 年底，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 148.73%，主要系投资性房地产大幅增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 29.91 亿元，较年初增长 384.44%，主要系投资性房地产增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 6.04%）、投资性房地产（占 72.81%）和递延所得税资产（占 17.08%）构成。

图7 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年底，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 219.17%。公司长期股权投资以权益法评估，截至 2014 年底，公司长期股权投资 1.33 亿元，较年初大幅增长 648.12%，主要系对烟台融安房地产开发有限公司等合营企业投资增加所致；截至 2015 年底，公司长期股权投资 1.81 亿元，较年初增长 36.17%，主要系追加对天津汇智联合创业投资合伙企业（有限合伙）的投资所致。2013~2015 年，公司投资收益分别为 1.73 亿元、0.15 亿元和-0.09 亿元，波动较大，公司所投资企业经营状况稳定性偏低。截至 2015 年底，公司有账面价值 0.65 亿元的股权用于借款抵押和质押，受限比例 35.91%，受限比例较高。

2013~2015 年底，公司投资性房地产波动上升，年均复合增长 11.70 倍。截至 2015 年底，公

司投资性房地产为 21.78 亿元，较年初增长 169.57 倍，主要系融科资讯中心 B 座竣工验收，按成本模式结转至投资性房地产所致。

2013~2015 年底，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 22.69%。截至 2015 年底，公司递延所得税资产 5.11 亿元，较年初增长 48.45%，主要系前期预提税金（包括土增税、营业税、附加税等）的可抵扣亏损增加所致。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，但公司存货计提跌价准备金额较大，有一定的经营风险；非流动资产中投资性房地产占比较大。公司整体资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

2013~2015 年底，随着公司经营规模的扩大以及投资需求的增加，公司负债规模逐年增加，年均复合增长 2.41%。截至 2015 年底，公司负债总额 371.99 亿元，较年初微增 2.01%。截至 2015 年底，公司的负债总额中流动负债占比 82.29%，非流动负债占比 17.71%。公司负债以流动负债为主。

#### 流动负债

2013~2015 年底，公司流动负债波动上涨，年均复合增长 3.12%。截至 2015 年，公司流动负债合计 306.12 亿元，较年初增长 12.41%，主要系短期借款、预收账款增加以及于一年内到期的长期借款一年内结转至一年内到期的非流动负债所致。截至 2015 年底，公司流动负债以应付账款（占 11.74%）、预收款项（占 24.92%）、应交税费（占 5.88%）、其他应付款（占 31.81%）和一年内到期的非流动负债（占 21.62%）为主。

图8 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年底，公司短期借款波动上升，年均复合增长 31.79%。截至 2015 年底，公司短期借款 10.67 亿元，较年初大幅增长 274.39%，主要系新增保证借款 8.12 亿元（占比 76.05%）和新增质押借款 2.56 亿元（占比 23.95%）所致。

2013~2015 年底，公司应付账款波动下降，年均复合下降 13.93%。截至 2014 年公司应付账款 35.50 亿元，较年初下降 26.80%，主要系支付部分工程款所致；截至 2015 年底，公司应付账款 35.93 亿元，较年初微涨 1.21%。

2013~2015 年底，公司预收款项波动下降，年均复合下降 12.52%。截至 2014 年底，公司预收账款 65.44 亿元，较年初下降 34.34%，主要系橄榄城四期、金湖湾、联想科技城等项目达到收入确认条件将其预收账款结转成营业收入所致；截至 2015 年底，公司预收账款 76.27 亿元，较年

初增长 16.55%，主要系合肥·融和园、天津·翰堂园等项目销售较好取得的预收房款增加所致。

2013~2015 年底，公司应交税费波动增加，年均复合增长 11.28%。截至 2014 年底，公司应交税费 23.38 亿元，较年初增长 60.87%，主要系应交企业所得税和土地增值税增加所致；截至 2015 年底，公司应交税费 18.00 亿元，较年初下降 23.02%，主要系应交土地增值税减少所致。

公司的其他应付款主要由关联方往来借款、资金融通、抵押保证金等构成。2013~2015 年底，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 7.32%。截至 2014 年底，公司其他应付款 97.22 亿元，较年初增长 15.01%，主要系融科物业投资有限公司等集团内部往来款增加所致；截至 2015 年底，公司其他应付款 97.37 亿元，较年初微涨 0.15%。其中，集团内部往来款占比 80.69%，资金融通占比 15.82%。

2013~2015 年底，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 48.51%。受长期借款一年内到期的影响，截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 46.20 亿元，较年初增长 53.99%；截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负责 66.17 亿元，较年初增长 43.23%。截至 2015 年底，公司一年内到期的长期借款 65.71 亿元（占比 99.30%），公司 2016 年还款压力较大。

### 非流动负债

2013~2015 年底，公司非流动负债波动下降，年均复合微降 0.69%。截至 2015 年，公司非流动负债合计 65.87 亿元，较年初下降 28.66%，主要系偿还部分长期借款以及部分长期借款一年内到期结转至流动负债所致。截至 2015 年底，公司非流动负债主要是长期借款（占比 92.52%）和长期应付款（占比 6.07%）为主。

2013~2015 年底，公司长期借款波动上升，年均复合微增 0.49%。截至 2015 年底，公司长期借款 60.94 亿元，较年初下降 31.89%，主要系偿还部分保证借款所致。其中 2017 年到期的长期借款有 13.20 亿元，2018 年到期的有 23.78 亿元，2019 年到期的有 14.00 亿元，2024 年到期的有 8.96 亿元。公司长期借款还款期限较为集中。

2013~2015 年底，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 14.21%。截至 2014 年底，公司长期应付款 1.48 亿元，较年初下降 72.86%，主要系偿还深圳联想科技园有限公司部分款项所致；截至 2015 年底，公司长期应付款 4.00 亿元，较年初增长 171.19%，主要系新增应付深圳联想科技园有限公司款项所致。

2013~2015 年底，公司有息债务总额逐年增加，年均复合增长 16.61%。近三年，公司有息债务金额分别为 104.43 亿元、140.22 亿元和 142.01 亿元，其中 2015 年较年初微增 1.27%，主要系短期借款增加所致。近三年，公司全部债务中长期债务占比分别为 62.99%、64.86%和 45.73%，波动下降；短期债务分别占比 37.01%、35.14%和 54.27%，波动上升。截至 2015 年底，公司有息债务中短期债务占比较大，公司 2016 年偿还债务压力较大。

从债务指标来看，2013~2015 年底，公司资产负债率分别为 85.71%、85.28%和 84.69%，逐年下降，主要公司资产规模增加所致；同期公司的全部债务资本化比率分别为 63.85%、69.01%和 67.87%，波动上升，其中 2015 年较上年有所下降主要系所有者权益增加所致。2013~2015 年底，公司长期债务资本化比率分别为 52.67%、59.09%和 49.13%，波动下降，主要系公司股东权益增加而部分长期债务转至流动负债所致。整体看，公司的债务负担有所降低，处于可控水平。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务水平有所降低，整体可控，但公司债务偿还期限较集中，届时公司面临较大的资金压力。

### 所有者权益

2013~2015 年底，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 6.65%，主要来源于未分配利润

和少数股东权益增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益 67.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 49.23 亿元，少数股东权益 18.01 亿元。归属母公司所有者权益中，股本占 5.48%，资本公积占 4.23%，其他综合收益占 2.31%，未分配利润占 86.16%。公司未分配利润占比高，归属母公司所有者权益结构较上年变化不大，所有者权益的稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益增长较快，所有者权益结构稳定性较弱。

#### 4. 盈利能力

2013~2015 年，公司的营业收入分别为 88.93 亿元、112.48 亿元和 103.61 亿元，波动上升，年均复合增长 7.94%；实现利润总额分别为 18.25 亿元、14.48 亿元和 10.06 亿元，年均复合下降 25.77%；实现净利润分别为 12.81 亿元、6.23 亿元和 4.85 亿元，年均复合下降 38.45%，2015 年较上年明显下降，主要系当年结转的收入减少而结转的成本增加，同时财务费用增加所致；近三年归属于母公司所有者的净利润分别为 9.82 亿元、7.14 亿元和 0.55 亿元，年均复合下降 76.29%。公司盈利能力下降明显。

2013~2015 年，公司资产减值损失波动上升，分别为 0.90 亿元、7.75 亿元和 4.33 亿元。受国内地产市场景气度下降以及国家宏观调控的影响，2014 年，公司无锡、大庆以及杭州等地的存货存在跌价损失的情形，共计提 7.75 亿元跌价准备；2015 年，上述地区的存货又计提跌价损失 4.33 亿元。公司存在一定的经营风险。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司的费用总额波动上升，年均复合增长 15.37%。2013~2015 年，公司销售费用分别为 3.79 亿元、3.23 亿元和 3.96 亿元，波动上升，同期销售费用在费用总额中占比分别为 48.88%、46.10%和 38.33%；2013~2015 年，公司管理费用分别为 2.31 亿元、2.59 亿元和 2.60 亿元，逐年上升，同期管理费用在费用总额中占比分别为 29.75%、36.88%和 25.14%；2013~2015 年，公司财务费用分别为 1.66 亿元、1.19 亿元和 3.77 亿元，波动上升，其中 2015 年财务费用较上年增加主要系融科资讯中心 B 座从在建工程转入投资性房地产，以及杭州、江苏所属项目竣工转入完工产品，有关有息债务无法资本化，直接计入财务费用所致，受此影响，同期公司财务费用在费用总额中占比分别为 21.37%、17.02%和 36.53%，波动上升。2013~2015 年，公司费用收入比分别 8.73%、6.23%和 9.97%，波动增长，其中 2015 年较上年增加 3.74 个百分点，主要系财务费用增加同时公司营业收入下降所致。整体看，公司费用控制能力有待提高。

2013~2015 年，公司的营业外收入波动下降，年均复合下降 35.50%。2013 年，公司营业外收入主要系武汉市政府招商引资政策奖励。2014 年，公司营业外收入 0.53 亿元，主要系政府对联想科技城云计算中心项目扶持资金；2015 年，公司营业外收入 0.99 亿元，主要系政府对联想科技城云计算中心项目扶持资金和公司获得的赔偿利得。营业外收入额度较小，波动较大，公司营业利润对营业外收入的依赖性较小。

从盈利指标来看，2013~2015 年底，公司总资本收益率分别为 10.96%、4.27%和 4.26%，2014 年底较上年下降，主要系公司净利润下降所致；同期总资产报酬率分别为 6.02%、3.83%和 3.23%，2015 年底较上年下降主要系公司利润总额下降所致；同期净资产收益率分别为 23.79%、10.20%和 7.45%，其中 2015 年底较上年下降，主要系公司营业成本增加使得净利润下降以及股东权益增加共同作用所致。从同行业对比来看，与以房地产开发为主要经营业务的上市公司相比，公司盈利指标整体处于中等水平。

表 14 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	万科 A	保利 地产	金地 集团	世茂 股份	光明 地产	信达 地产	中粮 地产	融科 智地
净资产收益率(%)	19.24	18.58	9.83	11.51	8.80	10.60	12.00	<b>7.45</b>
总资产报酬率(%)	6.11	6.41	4.89	6.58	3.97	2.87	3.63	<b>3.23</b>
毛利率(%)	29.35	33.20	28.59	36.32	24.46	28.96	26.45	<b>34.86</b>

资料来源：Wind 资讯

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

总体看，公司总资产报酬率、净资产收益率与同业相比处于较低水平，而毛利率与同业相比处于中等水平；近年来，公司存货跌价损失规模较大；公司营业收入波动下降，费用控制能力有待加强，净利润规模降幅明显，公司盈利能力有待提高。

### 5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-8.12 亿元、-45.64 亿元和 23.79 亿元，波动较大。2013~2015 年公司经营活动现金流入分别为 161.35 亿元、105.73 亿元和 125.37 亿元，其中 2015 年较上年有所增长，主要系预收房款增加所致；同期公司经营活动现金流出分别为 169.47 亿元、151.38 亿元和 101.58 亿元，其中 2015 年较上年下降主要是受新开工项目减少，投资放缓以及关联方往来款减少所致。2013~2015 年，公司的现金收入比分别为 143.36%、71.25%和 110.50%，波动下降，其中 2014 年较上年下降主要系环境不景气协议销售金额较少而当年竣工面积较大结转收入较多所致，2015 年较上年增加明显主要系公司预售所得现金增加所致。整体看，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2013~2015 年，公司的投资活动产生的现金流入波动明显下降，分别为 2.21 亿元、0.33 亿元和 0.01 亿元。2013~2015 年，公司投资活动产生现金流出波动下降，近三年投资活动产生的现金流出分别为 0.96 亿元、1.98 亿元和 0.68 亿元。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 1.25 亿元、-1.65 亿元和-0.67 亿元，波动较大。整体看，公司投资活动现金流波动较大，但整体规模较小。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流分别为-6.87 亿元、-47.29 亿元和 23.12 亿元。公司筹资活动前现金流波动较大，公司存在一定外部融资需求。

从筹资活动情况来看，2013~2015 年度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 26.29 亿元、29.76 亿元和-21.11 亿元，波动较大。2013~2015 年度，公司筹资活动现金流入分别为 93.30 亿元、132.46 亿元和 101.37 亿元，波动较大，其中 2015 年较上年下降主要系公司借款减少所致，2015 年公司筹资活动现金流入中借款占比 58.06%；2013~2015 年度，公司筹资活动现金流出分别为 67.01 亿元、102.70 亿元和 122.49 亿元，逐年增加，其中 2015 年较上年增加主要系偿还债务增加所致，2015 年公司筹资活动现金流出中偿还债务占比 50.37%，支付其他筹资活动（支付给联想控股、深圳科技园、南明公司等内部单位的借款本金及利息）占比 38.97%。

总体看，公司经营活动产生的现金波动较大，投资活动产生的现金流量规模较小。公司需要筹资活动来补充运营资金，未来随着在建及新建项目的持续投入，加之未来偿还借款规模增大，公司存在较大的对外融资需求。

### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，受公司短期借款增加致使公司流动负债增加，同时公司流动资产

下降的共同影响，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.34 倍和 0.25 倍，分别较上年有所下降。2013~2015 年底，公司现金短期债务比分别为 1.34 倍、0.69 倍和 0.50 倍，逐年下降，其中 2015 年底较上年下降，主要系公司短期借款增加同时部分长期借款一年内到期转至流动负债所致。综合来看，公司短期偿债能力有待提高。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年底，公司资产负债率分别为 85.71%、85.28% 和 84.69%，逐年下降；同期公司的全部债务资本化率分别为 63.85%、69.01% 和 67.87%，波动上升；长期债务资本化率分别为 52.67%、59.09% 和 49.13%，波动下降。2013~2015 年，公司分别实现 EBITDA 为 21.11 亿元、16.27 亿元和 14.73 亿元，逐年下降。2015 年，公司的 EBITDA 主要由利润总额（占 68.27%）和计入财务费用的利息支出（占 26.65%）构成。2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 0.73 倍和 0.10 倍，公司 EBITDA 对利息及全部债务的覆盖程度有待提升。

截至 2015 年底，公司无对外担保。

截至 2015 年底，公司及子公司拥有的授信总额 174.34 亿元，公司已使用授信额度 168.50 亿元，未使用授信余额 5.84 亿元，公司融资渠道有待拓宽。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码证为：G1011010800697330H），截至 2016 年 1 月 6 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司资产负债率有所降低，但仍处于较高水平；公司短期债务负担较重，期限较为集中；公司长期债务规模有所下降，但对债务保障程度一般；公司整体偿债能力有待提升。

## 八、本次公司债偿债能力分析

### 1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年底，公司全部债务 142.01 亿元，本次拟发行公司债额度为 25.00 亿元，相对于公司全部债务规模而言，总发债额度一般。

以 2015 年底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 57.22%、71.30% 和 85.52%；本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 55.82%、70.67% 和 85.36%，分别较发行前提高了 6.69、2.80 和 0.67 个百分点，公司的负债水平有所上升，债务负担加重。

### 2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为本次公司债券发行额度（25.00 亿元）的 0.59 倍、5.01 倍和 0.95 倍，分别是本期公司债券发行额度（20.00 亿）的 0.74 倍、6.27 倍和 1.19 倍。经营现金流入量对本次债券的覆盖程度较好，EBITDA 对本次债券的覆盖程度有待提高，经营活动现金净流量对本次债券的覆盖程度较弱。综合以上分析，公司在土地获取成本、开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备一定优势；但公司还款压力较集中，偿债能力一般；在建项目大，资金需求量大；项目去化速度一般，库存压力较大，且公司存货计提跌价准备额度较大，存在一定的经营风险。整体看，公司对本次债券的偿还能力一般。

## 九、债权保护条款分析

### 1. 担保条款

为确保本次债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本次债券提供担保。根据联想控股为本次债券向债券持有人出具的担保函，联想控股为公司本次拟发行的不超过 25.00 亿元债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本次债券的本金、以及本金对应的利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用。

担保人承担保证责任的期间为，本次债券发行之日起至债券到期兑付日起两年。债券持有人或债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或者债券持有人或债券受托管理人在保证期间向发行人主张债权后未在诉讼时效期限届满之前要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

联合评级认为，上述担保措施有利于提升本次债券的信用水平。

### 2. 担保人信用分析

#### (1) 联想控股概况

联想控股前身为中国科学院计算技术研究所于 1984 年成立的中国科学院计算技术研究所新技术发展公司。1991 年 4 月，中国科学院计算技术研究所新技术发展公司更名为北京联想计算机新技术发展公司，并于 1998 年 8 月更名为联想集团控股公司。2001 年 6 月，根据中国科学院《关于联想集团控股公司改制有关问题的批复》(科发产字[2001]110 号)，联想集团控股公司完成改制，并更名为联想控股有限公司，注册资本变更为 66,086.04 万元，其中中国科学院出资 42,955.93 万元，持股 65%，联想控股有限公司职工持股会（以下简称“职工持股会”）出资 23,130.11 万元，持股 35%。2002 年 4 月，中国科学院成立中国科学院国有资产经营有限责任公司（以下简称“国科控股”），中国科学院将其持有的联想控股有限公司股权划转至国科控股。2009 年 10 月，经全体股东股东会决议，国科控股将其持有的 65% 股份中的 29% 股权以在北京市产权交易所挂牌出售方式转让给中国泛海控股集团有限公司（以下简称“泛海控股”）。2010 年 12 月 30 日，北京联持志远管理咨询中心（有限合伙）（以下简称“北京联持志远”）与职工持股会签订《合并协议书》，约定北京联持志远吸收合并职工持股会，原职工持股会持有的联想控股 35% 股权变更至北京联持志远名下。该等事项于 2011 年 2 月 11 日在北京市工商行政管理局办理了相应的股东变更登记手续。2011 年 12 月 20 日，泛海控股以协议方式将其所持联想控股 9.6% 的股权转让给柳传志、朱立南、陈绍鹏、唐旭东、宁旻等五位自然人，北京联持志远通过协议方式分别向泛海控股和黄少康转让其所持联想控股有限公司的 9.5% 和 1.5% 股权。2012 年 2 月 20 日，泛海控股以协议方式将其所持联想控股有限公司 8.9% 的股权转让给北京联恒永信投资中心（以下简称“北京联恒永信”）。截至 2013 年底，联想控股有限公司结构为国科控股持股 36%，北京联持志远持股 24%，泛海控股持股 20%，北京联恒永信持股 8.9%，柳传志持股 3.4%，朱立南持股 2.4%，陈绍鹏持股 1%，唐旭东持股 1%，宁旻持股 1.8%，黄少康持股 1.5%。2014 年 2 月 18 日，联想控股有限公司整体改制为股份有限公司，经北京市工商行政管理局核准更为现名，注册资本变更为 20.00 亿元。2015 年 4 月，中国证券监督管理委员会出具《关于核准联想控股股份有限公司发行境外上市外资股的批复》(证监许可[2015]676 号文)，同年 6 月，联想控股向境外投资者发行股票（H 股）并在香港联合交易所挂牌上市交易（股票简称：联想控股；股票代码：3396.HK）。截至 2015 年底，公司的总股本为人民币 23.56 亿元，其中，国科控股持有公司 29.04% 的股份，为第一大股东，联想控股无实际控制人。

联想控股经营范围：项目投资；投资管理；资产管理；经济贸易咨询；投资咨询；企业管理咨询；技术开发、技术转让、技术推广；物业管理；销售化工产品（不含危险化学品及一类易制毒化学品）、矿产品；货物进出口、技术进出口、代理进出口；计算机系统服务；数据处理。

截至 2015 年底，联想控股及子公司共有 96,900 人，下设金融服务投资部、互联网与创新消费投资部，先进制造与专业服务投资部、医疗服务投资部、现代农业和食品投资部、欧洲业务部、战略规划部、资产管理部等 8 个业务部门；人力资源部/管理学院、上市事务部、公关外联部、财务部、行政部、党委办公室、综合事务部等 7 个综合职能部门；香港办事处和深圳办事处等 2 个办事处。联想控股下辖 18 家一级控股子公司，分布在全国各地，其中联想集团有限公司（香港上市公司，股票代码：0992.HK，以下简称“联想集团”）为上市公司。

截至 2015 年底，联想控股合并资产总计 3,067.90 亿元，负债合计 2,411.76 亿元，股东权益（含少数股东权益）656.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 489.92 亿元。2015 年，联想控股实现营业收入 3,100.80 亿元，净利润 19.67（含少数股东损益）亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 29.47 亿元；经营活动现金流量净额为 6.94 亿元，现金及现金等价物增加额-9.70 亿元。

联想控股地址：北京市海淀区科学院南路 2 号院 1 号楼 17 层 1701；法定代表人：柳传志。

## （2）经营情况

联想控股为大型投资集团，业务涵盖战略投资与财务投资两大范畴，其投资范围主要包括 IT、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产和化工与能源等领域。近三年，联想控股各项业务稳定增长，分别实现营业收入总额 2,440.10 亿元、2,896.62 亿元和 3,100.80 亿元，年均复合增长率为 12.73%；同期净利润分别为 77.13 亿元、60.75 亿元和 19.67 亿元，年均复合下降 49.50%，主要系 2015 年营业外支出较大所致；营业外支出主要为处置固定资产损失以及并购摩托罗拉移动产生的重组费用构成。

从收入构成上看，IT 业务是联想控股收入的最重要来源，该板块主要由联想集团负责运营。2013~2015 年，IT 板块收入分别为 2,305.05 亿元、2,723.44 亿元和 2,932.55 亿元，呈稳定增长状态。近三年联想控股 IT 板块收入占营业收入比重均在 94% 以上，主营业务突出。2013~2015 年，房地产板块营业收入分别为 91.42 亿元、114.98 亿元和 106.74 亿元，占总营业收入的比重分别为 3.75%、3.97% 和 3.44%。2013~2015 年，联想控股财务投资板块收入分别为 0.71 亿元、0.22 亿元和 0.23 亿元，占总营业收入的比重分别为 0.03%、0.01% 和 0.01%。联想控股业务板块还包括金融服务、现代服务、农业与食品和化工与能源材料，这些板块的收入占营业收入比重较小，均在 5% 以下，对营业收入规模影响较小。

从毛利率方面看，近三年联想控股综合毛利率分别为 14.75%、15.67% 和 15.96%；分板块看，由于联想集团产品附加值有所提高，在终端产品市场激烈竞争以及同行业生产成本普遍增加的情况下，近三年，IT 板块毛利率水平仍略有提升，分别为 13.25%、14.03% 和 14.69%；2013~2015 年，房地产板块毛利率呈波动下降态势，分别为 38.68%、43.81% 和 37.07%，主要系 2015 年结转的营业收入减少而成本上升所致。受资本市场低迷影响，2013 年财务投资板块业务盈利能力较低，2014~2015 年该板块盈利能力显著提高，2013~2015 年，财务投资板块毛利率分别为-0.29%、30.92% 和 91.93%。联想控股金融服务、现代服务和农业与食品等板块的毛利率均在较高水平，但由于这些业务板块占比较小，对综合毛利率影响不大。

表 15 2013~2015年联想控股营业收入结构及毛利率（亿元，%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
战略投资	135.05	99.97	14.76	2,896.40	99.99	15.67	3,100.57	99.99	15.96
IT	2,305.05	94.47	13.25	2,723.44	94.02	14.03	2,932.55	94.57	14.69
金融服务	10.50	0.43	79.14	15.04	0.52	74.06	11.56	0.37	74.10
现代服务	2.74	0.11	45.78	8.53	0.29	20.49	14.95	0.48	34.98
农业与食品	16.85	0.69	49.88	15.31	0.53	47.18	16.39	0.53	49.34
房地产	91.42	3.75	38.68	114.98	3.97	43.81	106.74	3.44	37.07
化工与能源材料	12.82	0.53	9.68	19.08	0.66	5.82	18.39	0.59	13.51
财务投资	0.72	0.03	-0.29	0.22	0.01	30.92	0.23	0.01	91.93
合计	<b>2,440.10</b>	<b>100.00</b>	<b>14.75</b>	<b>2,896.62</b>	<b>100.00</b>	<b>15.67</b>	<b>3,100.80</b>	<b>100.00</b>	<b>15.96</b>

资料来源：联想控股年报及业绩公告，联合评级整理

总体看，联想控股各项业务发展较好、盈利能力较强；主营 IT 业务突出，稳步增长；近年来业务规模和毛利率均呈现不断上升趋势，但资产减值和并购费用的上升导致净利润呈下降趋势；业务板块逐步拓展至精细化工和化工新材料、酒业等新领域，联想控股业务范围的扩大有助于分散其经营风险。

### IT 板块

联想控股 IT 业务的经营主体是联想集团，IT 业务收入是最重要的收入及利润来源。

联想集团是一家集专业开发、生产及销售高端科技产品以及提供相关服务为一体的全球财富 500 强公司。2014 年 10 月联想集团完成对摩托罗拉移动和 System X 收购交易以后，其移动和企业级业务进一步得到壮大。目前联想控股的 IT 业务所提供的产品及服务主要包括 PC（包括笔记本电脑及台式机）、移动设备（包括智能手机及平板电脑）、企业级业务（包括服务器、储存及相关业务）等。从 IT 板块的具体业务来看，联想集团的 PC 产品包括笔记本及台式电脑，分两个主要产品线进行生产和销售，即 Think 系列产品和 Idea 系列产品，分别面向商用客户及大众客户。2013~2015 年，联想集团个人电脑业务收入分别为 1,898 亿元、2,088 亿元和 1,906 亿元，年均复合增长 12.80%；个人电脑业务收入占比分别为 82.34%、76.68%和 64.98%，占比有所下降，但仍是最主要来源。2013~2015 年，联想集团移动业务分别实现收入 306 亿元、457 亿元和 678 亿元，年均复合增长率为 48.85%，主要系联想品牌在中国以外市场的新兴市场业务拓展以及收购摩托罗拉移动所致。随着移动业务规模的扩大，其占 IT 板块的比重也逐年提高，近三年分别为 13.28%、16.78%和 23.12%。其他业务主要包括生态系统、云服务及其他产品的销售，2013~2015 年收入分别为 71 亿元、74 亿元和 61 亿元，近三年变化不大。具体数据，如下表所示。

表 16 2013~2015 年 IT 板块收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2013年		2014年		2015年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
个人电脑	1,898	82.34	2,088	76.68	1,906	64.98
移动	306	13.28	457	16.78	678	23.12
企业级	30	1.30	104	3.82	288	9.82
其他	71	3.08	74	2.72	61	2.08
合计	<b>2,305</b>	<b>100</b>	<b>2,723</b>	<b>100.00</b>	<b>2,933</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联想集团年报及业绩公告，联合评级整理

注：联想集团年报起始时间遵循香港上市公司要求，如 14/15 年报披露 2014 年 1-3 季度和 2015 年第一季度的数据，该表已经联合评级调整为 1~4 季度数据。

### 财务投资板块

联想控股财务投资板块可划分为天使投资、风险投资、私募股权投资以及直接投资，运营主体分别为联想之星、君联资本管理有限公司（以下简称“君联资本”）、弘毅远方投资顾问有限公司（以下简称“弘毅投资”）和本部；不同投资主体为公司寻求在企业不同发展阶段的投资机会。财务投资板块主要为获取投资回报，除此之外，联想控股财务投资还会为战略投资寻找培育投资标的，对于符合标准的财务投资标的，未来可能追加投资并长期持有，纳入战略投资板块。

2014~2015 年，联想控股财务投资板块投资收入及收益分别为人民币 24.91 亿元和人民币 40.49 亿元，分别实现净利润人民币 21.13 亿元和人民币 41.87 亿元。

孵化器投资方面，子公司联想之星是中国领先的天使投资机构之一，成立于 2008 年。作为一个孵化器项目，联想之星旨在捕捉初创科技企业的机遇，通过协助解决创业公司所面临的资金、人才招聘、培训等问题推动其概念及技术商业化。联想之星以投资专业化、资源平台化为经营策略，针对 TMT、医疗健康和智能机器三个方向进行布局。联想之星是一个多资源科技创业平台，近年来分别与苏州工业园区管委会、天津泰达科技发展集团和上海大学生科技创业基金会合作，在中国苏州、天津和上海组建了集成地方合作伙伴支持资源的孵化基地。同时联想之星为创业者提供创业培训，设计制定课程和大讲堂，就初创企业在成长阶段可能面临的问题对创业者给予指导；联想之星还利用自有资金通过天使投资为初创企业提供资金支持。截至 2015 年底，联想之星共管理 2 只基金，管理规模约合人民币 11 亿元。联想控股是其基金的全资出资人。截至 2015 年底，联想之星已累计投资超过 120 个项目，其中包括旷视科技(Face++)和住百家等。2015 年联想之星共新增投资 52 个项目，其中 24 个项目实现下一轮融资。

风险投资方面，君联资本成立于 2001 年 3 月，创建时的名称为“联想投资”。2012 年 2 月，联想投资更名为“君联资本”，并沿用至今。作为联想控股风险投资行业操作平台，君联资本专注于处于创业期和成长期的高成长的企业投资，投资领域包括 TMT，清洁技术，外包及专业服务，医疗健康，先进制造和消费产品及服务等领域。截至 2015 年底，君联资本共管理 6 期美元综合基金，3 期人民币综合基金，2 期人民币早期基金，1 期美元医疗专业基金，1 期人民币文化体育专业基金以及 1 期红筹回归概念专业基金。2015 年，君联资本完成 72 项新项目投资，涵盖 TMT、医疗健康、文化体育等行业内的成长期企业。2015 年君联资本新募集三支人民币基金包括北京君联新海股权投资合伙企业（以下简称“新海基金”）、北京君联名德股权投资合伙企业（以下简称“名德基金”）、上海祺迹创业投资合伙企业（以下简称“祺迹基金”）；一支美元基金 LC Healttcare Fund I ,L.P.（以下简称“美元医疗基金”）。截至 2015 年底，君联资本新募基金的募集额折合人民币 43.2 亿元。

表 17 2015 年君联资本新募集基金情况

基金种类	基金名称	基金规模
人民币基金	新海基金	14.2 亿元人民币
	名德基金	10.3 亿元人民币
	祺迹基金	4.2 亿元人民币
美元基金	美元医疗基金	2.0 亿美元

资料来源：联想控股年报

2015 年，君联资本全部或部分退出项目 22 个，为联想控股贡献现金回款超过人民币 12 亿元；在投企业中有 3 家在国内、国外资本市场完成首次公开上市，另外有 4 家企业在新三板挂牌。截至 2015 年底，君联资本共有累计 37 家投资企业成功上市，6 家在新三板挂牌。2016 年君

联资本计划新募第七期美元综合基金、第四期人民币综合基金以及第一期医疗人民币基金，投资重点仍为 TMT 及创新消费、现代服务、文化及体育领域内的初创期及成长期中国企业级跨境机会。

私募股权投资方面，弘毅投资成立于 2003 年，是联想控股成员企业中专事股权投资及管理业务的公司，通过对其旗下的基金进行投资。弘毅投资围绕城镇化、消费升级两大主题，已先后投资于机械装备、医药健康、消费渠道、文化传媒、金融服务等领域的数十家企业，如石药集团、城投控股、PizzaExpress（英国）等，并通过引进市场化治理机制、输出先进管理经验，推动一批企业成为行业乃至世界领先企业。弘毅基金的投资对象主要为医疗、消费、服务等多个领域的创新或成长性企业；弘毅夹层基金投资策略主要集中在企业收购兼并融资、资产证券化融资、特殊机会融资（入企业过桥融资、资产抵押融资、资产重组机会等）等。弘毅投资的各期基金采取国际通行的有限合伙人制度，一期基金以公司和管理层投入，二期开始公司作为发起人投入部分资金，并吸收高盛、淡马锡、全国社保基金等国内外著名投资机构。截至 2015 年底，弘毅投资共管理五期美元基金、两期人民币基金和两期币夹层基金。2015 年弘毅投资完成了夹层 II 期人民币基金（西藏达孜弘毅二期夹层合伙企业（有限合伙））的募集工作，新募基金的募集总额为人民币 20.5 亿。2015 年弘毅 PE 基金完成了 5 个新项目或原有项目的追加投资，弘毅夹层基金完成了 3 笔投资。2015 年弘毅 PE 基金完成了 12 个项目的完全退出或部分退出；弘毅夹层基金完成了 2 个项目的退出，合计为公司带来超过人民币 42 亿元的现金回款。2015 年弘毅投资的在投企业中有 3 家在国内、国外资本市场上市，另外有 3 家企业在新三板挂牌。截至 2015 年底，弘毅基金共有 33 家投资企业在境内外成功上市，3 家在新三板挂牌。

总体看，财务投资板块，联想控股通过不同投资主体投资处于不同发展阶段的企业，获取可观的投资回报，并为联想控股战略投资寻找机会，提供资源。

### 房地产

联想控股房地产板块主要由融科智地、融科物业投资有限公司以及融科智地控股有限公司（以下简称“融科控股”）具体运作，主要从事写字楼出租及物业管理等业务。地产板块具体请详参考主体部分。

### 其他业务板块

子公司正奇安徽金融控股有限公司（以下简称“正奇金融”）开展直接贷款、信用担保、典当服务、融资租赁、委托贷款及其他新型金融服务。2015 年在巩固提升传统核心业务基础上，大力培育新型核心业务，为中小企业提供定制化的融资方案和便捷、灵活的金融服务。正奇金融打通多种融资渠道，通过小额贷款资产支持证券、融资租赁资产支持证券以及公司债券的发行，在同行业中建立了融资方面的比较优势。报告期内正奇金融取得了 23% 的收入增长和 35% 的利润增长，显示了其前瞻性的策略制定能力、强有力的调整执行能力和优秀的运营管理能力。公司金融服务板块的其他子公司还包括从事融资租赁和经营租赁业务的君创国际融资租赁有限公司。

联想控股通过子公司拜博医疗集团有限公司、北京安信颐和控股有限公司、增益供应链有限公司分别从事口腔医疗业务、中高端养老服务以及物流服务，共同构成了公司的现代服务业务。

联想控股通过子公司佳沃有限公司（以下简称“佳沃”）从事现代农业领域的投资和相关业务的运营，已经全面进入水果行业，构建了以全产业链运营、全球化布局、全程可追溯为核心理念的现代水果业务。佳沃已成为中国最大的蓝莓全产业链厂商和中国最大的猕猴桃种植企业。此外，联想控股还通过子公司丰联酒业控股有限公司等开展白酒业务。

子公司联泓集团有限公司（以下简称“联泓集团”）是专事精细化工和化工新材料产业运营的

公司，以精细化工，化工新材料为主要方向，拟建设具有综合竞争力的化工产业集群。

总体上看，联想控股作为国内领先的投资集团，经营规模大、业务范围广、细分行业内赞誉度高，具有很强的竞争力。

### （3）财务状况

联想控股提供了 2013~2015 年度财务报告，均经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）北京分所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。财务报告遵照最新企业会计准则。近三年，联想控股合并范围发生一定变化，但主营业务并未发生重大变化，财务数据可比性较强。截至 2015 年底，联想控股合并报表的一级子公司 23 家。

截至 2015 年底，联想控股合并资产总计 3,067.90 亿元，负债合计 2,411.76 亿元，股东权益（含少数股东权益）656.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 489.92 亿元。2015 年联想控股实现营业收入 3,100.80 亿元，净利润 19.67（含少数股东损益）亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 29.47 亿元。2015 年联想控股经营活动现金流量净额为 6.94 亿元，现金及现金等价物增加额-9.70 亿元。

### 资产

2013~2015 年，联想控股资产规模逐年增长，年均复合增长 18.74%，主要系非流动资产增长所致。截至 2015 年底，联想控股资产总额达 3,067.90 亿元，较年初增长 4.60%，其中流动资产占比 57.05%，非流动资产占比 42.95%；资产构成以流动资产为主。

2013~2015 年，联想控股流动资产呈波动增长的态势，年均复合增长 7.66%。截至 2015 年底，联想控股流动资产总额达 1,750.08 亿元，较年初小幅下降 0.54%。2013~2015 年，联想控股货币资金呈波动增长态势，年均复合增长 4.27%，截至 2015 年底，货币资金 418.74 亿元，较年初变化不大，其中，银行存款占比 91.49%，其他货币资金主要为受限制资金，占公司货币资金比例为 3.37%，主要为担保业务保证金存款、票据及信用证保证金、借款保证金和受限冻结资金；2013~2015 年，应收账款波动增长，年均复合增长 21.65%，截至 2015 年底，应收账款余额 356.80 亿元，较上年末变化不大，账龄以一年以内的为主（占比 98.99%），共计提坏账准备 6.31 亿元；2013~2015 年，其他应收款呈持续增长的态势，年均复合增长 17.81%，截至 2015 年底，其他应收款净值 273.74 亿元，较上年末增长 13.80%，账龄以一年以内的为主（占比 90.62%）；2013~2015 年，存货规模呈波动增长态势，年均复合增长 6.58%，截至 2015 年底，存货余额 518.74 亿元，较上年末下降 4.51%，主要系原材料储备规模下降，2015 年度计提存货跌价准备金 29.05 亿元，占比 5.30%，计提较为充足，但在 PC 及智能手机行业竞争激烈的背景下，有继续跌价的风险，账面价值为 107.56 亿元（占比 19.64%）的存货用于抵押担保，属于所有权受限制的资产。

2013~2015 年，联想控股非流动资产规模呈快速增长态势，年均复合增长 40.68%，截至 2015 年底，非流动资产总额为 1,317.81 亿元，较上年末增长 12.33%；2013~2015 年，可供出售的金融资产呈快速增长态势，年均复合增长 64.95%，截至 2015 年底，可供出售的金融资产 69.87 亿元，较上年末增长 96.85%，主要系持有的可供出售的权益工具增加所致；2013~2015 年，长期股权投资增长较快，年均复合增长 20.56%，截至 2015 年底，长期股权投资 238.28 亿元，较上年末增长 18.37%，主要系在权益法核算下投资联营企业和合营企业利润累积所致；2013~2015 年，投资性房地产规模逐年上升，年均复合增长 33.84%，截至 2015 年底，投资性房地产 102.19 亿元，较上年末增长 69.67%，主要系部分存货转入投资性房地产并按公允价值计量所致，账面价值 97.54 亿元（占比 95.45%）的投资性房地产用于抵押担保；2013~2015 年，固定资产净值增长较快，年均复合增长 54.12%，主要系在建工程的转固及收购子公司的固定资产转入所致，截至 2015 年底，

账面价值 3.03 亿元(占比 1.71%)的固定资产用于担保,共计提折旧 70.30 亿元,成新率为 69.53%,成新率较高;2013~2015 年,无形资产呈迅速增长态势,年均复合增长 82.96%,主要系收购摩托罗拉移动和 IBM System86 服务器获得的各项专利权及 2015 年获得土地使用权大幅增加所致,2015 年无形资产减值损失 5.01 亿元,账面价值 0.82 亿元(占比 0.29%)土地使用权抵押担保。

总体看,联想控股资产规模较大,主要以流动资产为主。流动资产中货币资金、存货和应收账款占比较大,受限制资金及资产规模较大但总体占比不高,整体资产质量良好。

### 负债及所有者权益

2013~2015 年,联想控股负债规模增加较快,年均复合增长 17.91%,主要系非流动负债的增长所致;截至 2015 年底,负债合计 2,411.76 亿元,其中流动负债和非流动负债分别占比 64.60%和 35.40%,负债结构以流动负债为主。

2013~2015 年,联想控股流动负债规模不断上升,年均复合增长 11.53%,截至 2015 年底,联想控股流动负债合计达 1,558.03 亿元;2013~2015 年,短期借款呈波动上升态势,年均复合增长 9.42%,截至 2015 年底,短期借款合计 56.13 亿元,较上年末下降 39.57%,主要系偿还部分短期借款所致;2013~2015 年,应付账款年均复合增长 8.10%,截至 2015 年底,应付账款余额为 437.77 亿元,较上年末下降 9.94%,主要为应付购货款、应付工程款和应付服务费;2013~2015 年,预收款项呈波动下降态势,年均复合减少 8.13%,截至 2015 年底,预收款项 94.12 亿元,较上年末增长 19.54%;主要系房地产业务预收售楼款的增加所致;2013~2015 年,其他应付款逐年上升,年均复合增长 12.53%,截至 2015 年底,其他应付款余额为 452.37 亿元,较上年末增长 12.77%,主要系联想集团应付代工厂商款增加所致;2013~2015 年,其他流动负债增速较快,年均复合增长 15.59%,截至 2015 年底,其他流动负债 221.44 亿元,较上年末增长 0.42%,主要系收购相关的或有及递延对价和与卖方期权相关的负债增长所致。

2013~2015 年,联想控股非流动负债呈持续增长的态势,年均复合增长 33.07%,截至 2015 年底,非流动负债合计 853.73 亿元,较上年末增长 0.50%,主要系长期借款和应付债券的增长所致;2013~2015 年,长期借款呈波动增长的态势,年均复合增长 21.28%,截至 2015 年底,长期借款余额合计 335.91 亿元,较上年末下降 10.01%,主要由担保借款(占比 66.44%)和信用借款(占比 33.56%)构成;2013~2015 年,应付债券呈迅速增长的态势,年均复合增长 56.67%,截至 2015 年底,应付债券余额合计 230.31 亿元,较上年末增长 19.81%,主要由联想集团等发行的企业债券构成。

2013~2015 年,联想控股有息债务规模呈持续增长的态势,年均复合增长 27.61%,主要系长期债务增长所致。截至 2015 年底,联想控股全部债务为 808.01 亿元,较上年末下降 2.11%;其中短期债务和长期债务分别占比 29.43%和 70.57%,以长期债务为主。2013~2015 年,联想控股资产负债率呈波动下降态势,分别为 79.73%、81.82%和 78.61%;全部债务资本化比呈波动上升态势,分别为 52.95%、60.76%和 55.19%。长期债务资本化比率呈波动上升态势,分别为 42.22%、51.47%和 46.50%。截至 2015 年底,联想控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末分别下降 3.21 个百分点、5.57 个百分点和 4.97 个百分点,债务负担有所下降。

2013~2015 年,联想控股所有者权益年均复合增长 21.98%,主要系股本、资本公积和未分配利润增长所致。截至 2015 年底,所有者权益 656.14 亿元,较上年末增长 23.06%,主要系联想控股 2015 年在香港上市,股本和资本公积较上年末分别增加 3.56 亿元和 113.67 亿元所致。其中归属于母公司所有者权益为 489.92 亿元,占比 74.67%。归属于母公司所有者权益中,股本占比 4.81%,资本公积占比 40.64%,未分配利润占比 51.28%。所有者权益结构的稳定性一般。

总体看，近三年，随着业务规模的扩大，联想控股整体负债规模增长较快，债务规模也快速扩大，同时随着未分配利润累积和成功实现上市，联想控股所有者权益增长较快，债务负担有所下降。所有者权益中的未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

### 盈利能力

2013~2015年，联想控股的营业收入分别为2,440.10亿元、2,896.62亿元和3,100.80亿元，年均复合增长12.73%；同期，实现利润总额分别为94.39亿元、85.37亿元和25.52亿元，年均复合下降48.00%，主要系资产减值损失及营业外支出大幅增加所致。2015年，联想控股营业外支出43.34亿元，较上年增长671.95%，主要系处置固定资产损失19.25亿元和重组费用18.51亿元所致。受利润总额大幅下降影响，2015年，联想控股实现净利润19.67亿元，同比下降67.61%，归属于母公司所有者的净利润29.47亿元，同比增长22.15%。

2013~2015年，联想控股投资收益增幅较大，年均复合增长38.65%，分别为30.28亿元、54.94亿元和58.21亿元，主要系联想控股财务投资业务相关基金投资所投项目于报告期内进入回报期而相关股利分红收入较高所致，盈利水平对投资收益的依赖度逐年升高，导致联想控股面临投资收益波动风险。

从期间费用来看，2013~2015年，销售费用分别为124.60、139.67亿元和165.86亿元，呈逐年上升态势，年均复合增长15.37%，主要系广告及业务宣传费增长所致。2013~2015年，管理费用分别为140.11亿元、183.44亿元和244.54亿元，呈逐年上升态势，年均复合增长32.11%，主要系行政、差旅及招待费增长所致；2013~2015年，财务费用分别为19.18亿元、36.14亿元和32.77亿元，呈波动上升态势，年均复合增长30.71%，主要系随着借款规模逐年扩大，计入财务费用的利息支出逐年增加所致。2013~2015年，联想控股费用收入比分别为11.63%、12.40%和14.29%，逐年增长，费用控制能力一般。

从各项盈利指标来看，2013~2015年，联想控股营业利润率小幅上升，分别为14.02%、14.75%和15.34%，但由于计提较大额的资产减值准备和处置固定资产损失，加之收购摩托罗拉移动产生的重组费用大幅增长，导致利润总额和净利润大幅下降。2013~2015年，联想控股总资产收益率分别为11.30%、7.91%和3.75%；总资产报酬率分别为5.59%、4.52%和1.96%；净资产收益率分别为20.19%、12.47%和3.31%，各项指标均下降明显。

总体看，联想控股盈利规模较大，期间费用控制能力下降。2014年因收购IBM x86服务器业务和摩托罗拉移动产生重组费用且计提大规模减值准备，盈利能力出现较大幅度的下滑，但整体盈利能力仍属较强。

### 现金流

从经营活动情况来看，受经营规模扩大影响，联想控股经营活动现金流入量和流出量均不断增长，2013~2015年，经营活动现金流入量分别为2,471.72亿元、2,867.29亿元和3,198.73亿元，三年复合增长13.76%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；经营活动产生的现金流出量分别为2,487.53亿元、2,852.94亿元和3,191.80亿元，三年复合增长13.27%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2013~2015年，联想控股经营活动产生的现金流量净额分别为-15.82亿元、14.35亿元和6.94亿元；现金收入比分别为100.70%、97.90%和102.17%，收入实现质量较高。

从投资活动情况来看，2013~2015年，联想控股投资活动现金流入量分别为103.62亿元、89.67亿元和129.83亿元，三年复合增长11.94%，主要系取得投资收益收到的现金增加和处置子公司收回的现金净额增长所致；投资活动现金流出量分别为121.96亿元、326.91亿元和178.07亿元，三

年复合增长 20.83%，主要系收购摩托罗拉移动和 IBM x86 服务器业务支付的现金所致。2013~2015 年，联想控股投资活动产生的现金流量净额分别为-18.34 亿元、-237.25 亿元和-48.24 亿元，投资活动现金流金额持续为负，需要一定的外部融资来补充。

从筹资活动情况来看，2013~2015 年，联想控股筹资活动现金流入量分别为 218.30 亿元、514.84 亿元和 413.60 亿元，三年复合增长 37.65%，主要系吸收投资收到的现金增加所致；筹资活动现金流出量分别为 207.55 亿元、283.77 亿元和 382.69 亿元，三年复合增长 35.79%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2013~2015 年，联想控股筹资活动产生的现金流量净额分别为 10.75 亿元、231.07 亿元和 30.92 亿元。

整体看，联想控股经营活动现金流稳定增长，投资活动现金支出规模较大，筹资能力较强，筹资规模较大，能够满足日常经营和投资需要。

### 3. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，联想控股流动比率呈逐年下降趋势，分别为 1.21 倍、1.14 倍和 1.12 倍，流动资产对流动负债覆盖程度尚可；速动比率呈波动下降趋势，分别为 0.84 倍、0.78 倍和 0.79 倍，主要系流动负债规模增速较快所致。2013~2015 年，由于短期债务规模迅速增加，联想控股现金短期债务比波动下降，分别为 2.68 倍、1.83 倍和 1.94 倍，现金类资产对短期债务的保障能力有所下降，但保障能力仍强。2013~2015 年，联想控股经营活动产生的现金流量净额分别为-15.82 亿元、14.35 亿元和 6.94 亿元，经营现金流流动负债比率为-1.26%、0.93%和 0.45%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力较弱。总体来看，联想控股短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年，联想控股 EBITDA 呈波动下降趋势，年均复合下降 8.63%，主要系利润总额下降所致。2015 年，联想控股 EBITDA 为 110.61 亿元，其中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额分别占比 18.52%、28.29%、30.12%和 23.08%，计入财务费用的利息支出占比较大。2013~2015 年，联想控股债务规模逐年增长，EBITDA 对债务保障能力逐年下降。2013~2015 年，联想控股 EBITDA 利息倍数分别为 4.25 倍、2.95 倍和 2.11 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.27 倍、0.17 倍和 0.14 倍，EBITDA 对全部债务和全部利息的保障程度尚可。整体看，联想控股长期偿债能力较强。

截至 2015 年底，联想控股对外担保余额为 123.69 亿元，占 2015 年末净资产的 18.85%，较上年末减少 6.82%。对外担保主要由信用担保（占比 30.23%）、按揭担保（占比 33.14%）和子公司担保业务的对外担保（36.62%）构成。信用担保方面，关联方担保和非关联方担保分别占比 59.89%和 40.11%。

截至 2016 年 3 月底，联想控股不存在对公司的正常经营产生较大影响的重大诉讼情况。

根据联想控股提供企业信用报告（机构信用代码：G10110108003284209），截至 2016 年 4 月 15 日，联想控股无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2015 年底，联想控股获得金融机构授信额度合计 1,143 亿元，未使用的授信额度 789 亿元，间接融资渠道较为畅通。

总体看，联想控股现金类资产充足，但受资产减值和兼并收购的影响，盈利表现有所下降。债务规模增长较快，但直接间接融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

以 2015 年底财务数据测算，本次公司债券发行额度（25.00 亿元）占联想控股资产总额的 0.81%、所有者权益总额的 3.81%、货币资金的 5.97%，占比均较小，该笔担保对联想控股整体债务负担影响较小，联合控股对本次公司债券的担保能力较强。

综合来看，联想控股资产规模较大，资产质量较好；经营状况较好，盈利能力较强；负债规模较大，偿债指标处于较高水平。联想控股对本次公司债券的担保体现出大股东对融科智地的支持和信心，其担保对本次债券信用状况具有明显的积极作用。

## 十、综合评价

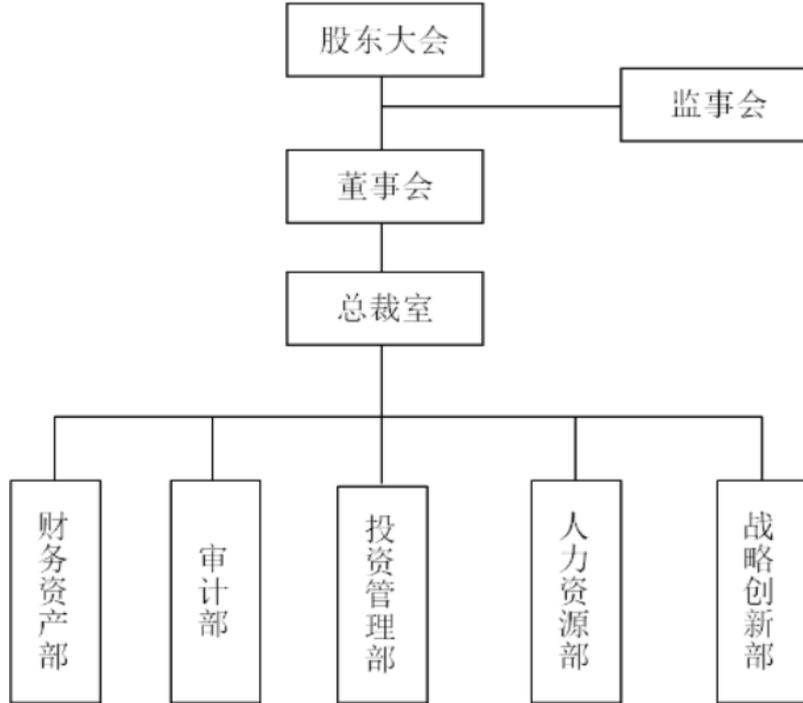
融科智地房地产股份有限公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司，在开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度和行业竞争力等方面具备一定优势。同时，公司作为联想控股的成员企业，在资金支持等方面得到了联想控股的大力支持。同时，联合评级也关注到公司近期开发节奏有所放缓，经营收入减少以及公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大等因素对公司信用水平的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由公司股东联想控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联想控股资产及经营规模大，可持续发展能力强，其所提供的担保对本次债券信用状况具有显著的积极影响。

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

附件 1 融科智地房地产股份有限公司组织结构图



## 附件 2 融科智地房地产股份有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	413.79	427.64	439.23
所有者权益 (亿元)	59.11	62.97	67.24
短期债务 (亿元)	38.64	49.27	77.07
长期债务 (亿元)	65.78	90.95	64.94
全部债务 (亿元)	104.43	140.22	142.01
营业收入 (亿元)	88.93	112.48	103.61
净利润 (亿元)	12.81	6.23	4.85
EBITDA (亿元)	21.11	16.27	14.73
经营性净现金流 (亿元)	-8.12	-45.64	23.79
应收账款周转次数 (次)	79.07	104.38	302.09
存货周转次数 (次)	0.22	0.20	0.19
总资产周转次数 (次)	0.26	0.27	0.24
现金收入比率 (%)	143.36	71.25	110.50
总资本收益率 (%)	10.96	4.27	4.26
总资产报酬率 (%)	6.02	3.83	3.23
净资产收益率 (%)	23.79	10.20	7.45
营业利润率 (%)	26.07	25.47	23.14
费用收入比 (%)	8.73	6.23	9.97
资产负债率 (%)	85.71	85.28	84.69
全部债务资本化比率 (%)	63.85	69.01	67.87
长期债务资本化比率 (%)	52.67	59.09	49.13
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.50	0.91	0.73
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.12	0.10
流动比率 (倍)	1.42	1.55	1.34
速动比率 (倍)	0.42	0.28	0.25
现金短期债务比 (倍)	1.34	0.69	0.50
经营现金流动负债比率 (%)	-2.82	-16.76	7.77
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.84	0.65	0.59

### 附件3 联想控股有股份有限公司 主要财务指标

项目	2013年	2014年	2015年
资产总额(亿元)	2,175.76	2,932.86	3,067.90
所有者权益(亿元)	441.02	533.18	656.14
短期债务(亿元)	174.03	259.93	237.80
长期债务(亿元)	322.19	565.50	570.21
全部债务(亿元)	496.22	825.43	808.01
营业收入(亿元)	2,440.10	2,896.62	3,100.80
净利润(亿元)	77.13	60.75	19.67
EBITDA(亿元)	132.49	144.06	110.61
经营性净现金流(亿元)	-15.82	14.35	6.94
应收账款周转次数(次)	5.46	4.84	4.34
存货周转次数(次)	2.59	3.29	4.66
总资产周转次数(次)	1.21	1.13	1.03
现金收入比率(%)	100.70	97.90	102.17
总资产收益率(%)	11.30	7.91	3.75
总资产报酬率(%)	5.59	4.52	1.96
净资产收益率(%)	20.19	12.47	3.31
营业利润率(%)	14.02	14.75	15.34
费用收入比(%)	11.63	12.40	14.29
资产负债率(%)	79.73	81.82	78.61
全部债务资本化比率(%)	52.95	60.76	55.19
长期债务资本化比率(%)	42.22	51.47	46.50
EBITDA利息倍数(倍)	4.25	2.95	2.11
EBITDA全部债务比(倍)	0.27	0.17	0.14
流动比率(倍)	1.21	1.14	1.12
速动比率(倍)	0.84	0.78	0.79
现金短期债务比(倍)	2.68	1.83	1.94
经营现金流动负债比率(%)	-1.26	0.93	0.45

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
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  
 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 5 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 融科智地房地产股份有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

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

融科智地房地产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。融科智地房地产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科智地房地产股份有限公司的相关状况，如发现融科智地房地产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。

如融科智地房地产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，直至融科智地房地产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科智地房地产股份有限公司、监管部门等。

