

融侨集团股份有限公司  
及其发行的 16 融侨 01 与 16 融侨 02

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100757】

**评级对象:** 融侨集团股份有限公司及其发行的 16 融侨 01 与 16 融侨 02

	16 融侨 01	16 融侨 02
<b>主体/展望/债项/评级时间</b>		
<b>本次跟踪:</b>	AA/稳定/AA/2020 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA/2020 年 6 月 29 日
<b>前次跟踪:</b>	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 27 日	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 27 日
<b>首次评级:</b>	AA/稳定/AA/2016 年 7 月 1 日	AA/稳定/AA/2016 年 7 月 27 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	7.76	26.51	21.26
刚性债务	116.90	181.28	156.37
所有者权益	98.55	90.88	110.11
经营性现金净流入量	-24.28	-2.36	-5.32
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	775.55	966.44	1,090.06
总负债	618.42	792.22	869.35
刚性债务	348.38	476.45	472.55
所有者权益	157.12	174.23	220.71
营业收入	111.16	133.94	166.68
净利润	7.64	9.60	10.12
经营性现金净流入量	-60.77	-12.42	74.50
EBITDA	19.90	27.23	25.40
资产负债率[%]	79.74	81.97	79.75
权益资本与刚性债务比率[%]	45.10	36.57	46.71
流动比率[%]	181.36	178.74	185.83
现金比率[%]	13.33	19.98	25.35
利息保障倍数[倍]	0.91	0.97	0.97
净资产收益率[%]	5.31	5.79	5.13
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-19.73	-2.97	15.14
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.61	-5.38	6.21
EBITDA/利息支出[倍]	0.96	1.01	1.00
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.07	0.05

注:根据融侨集团经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算。

### 分析师

覃斌 qb@shxsj.com  
杨亿 yangyi@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对融侨集团股份有限公司(简称“融侨集团”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 融侨 01 与 16 融侨 02 跟踪评级反映了 2019 年以来融侨集团在市场布局、融资渠道等方面持续保持优势,在销售业绩方面取得积极变化,同时也反映了公司在区域市场分化、刚性债务扩张、后续资金支出等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **业务布局得到优化。**融侨集团深耕海西经济区市场多年,积累了较为丰富的住宅开发及运营经验,在当地市场有较高知名度及品牌影响力。近年公司积极在长三角经济区、京津冀经济区、中部经济区等经济活跃地区拓展业务,业务布局得到优化。
- **主业经营情况较好。**得益于较显著的品牌优势、良好的产品服务品质及稳健的经营管理,跟踪期内融侨集团房地产开发销售量价齐升,经营情况较好。
- **融资渠道较通畅。**融侨集团与多家金融机构保持了良好的合作关系,授信较充足,融资渠道较通畅,能为即期债务偿付提供一定保障。

#### 主要风险:

- **区域市场分化明显,去化压力加大。**融侨集团核心城市群的布局基本完成,大部分住宅项目集中于二、三线城市,区域分化明显。部分三线城市楼市景气度下滑,项目去化速度较慢,面临一定的去化压力和项目开发风险。
- **财务杠杆水平高,后续面临一定的投融资压力。**跟踪期内,受益于销售资金回笼增加,融侨集团刚性债务规模得到一定压减,但前期较快扩张仍使得财务杠杆高企。公司在建及拟

建房地产项目数量较多，后续仍需投入大量资金，公司面临一定的资金压力。

- **投资性房地产估值风险。**融侨集团投资性房地产区位较好，但部分尚处于招商阶段或运营初期，所获租金收入少。跟踪期内，公司对在建的项目持续进行评估增值，但项目尚未形成收入。
- **关联款项回收风险。**融侨集团被关联方净占用资金金额较大，多为与合作方或联营企业的往来款，公司关联款回收受项目开发、销售回笼等因素影响存在一定的回收风险。

### ➤ 未来展望

通过对融侨集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券AA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 融侨集团股份有限公司 及其发行的 16 融侨 01 与 16 融侨 02

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照融侨集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）与（第二期）（分别简称为“16 融侨 01”与“16 融侨 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据融侨集团提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对融侨集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2020 年 6 月 29 日，该公司存续期内债券本金合计 179.60 亿元。其中，16 融侨 01 及 16 融侨 02 将于 2020 年 7 月面临第二次回售情况；18 融侨 02、18 融侨 03 也将于 2020 年行使（部分或全部）回售，公司将面临一定集中偿付压力。

图表 1. 公司存续期内债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	当前余额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)	起息日	到期日期
16 融侨 01	20.00	2.25	3+1+1	6.50	2016-07-15	2021-07-15
16 融侨 02	20.00	14.09	3+1+1	6.80	2016-07-29	2021-07-29
18 融侨 02	21.00	21.00	2+1	7.50	2018-11-06	2021-11-06
18 融侨 03	13.00	13.00	2+1	7.50	2018-12-20	2021-12-20
19 融侨 01	20.00	20.00	3+2	6.50	2019-06-03	2024-06-03
19 融侨 F1	10.00	10.00	2+1	7.00	2019-06-05	2022-06-05
19 融侨 F2	7.70	7.70	2+1	7.50	2019-07-23	2022-07-23
20 融侨 F1	12.30	12.30	2+1	6.50	2020-03-26	2023-03-26
20 融侨 01	20.00	20.00	3+2	6.50	2020-06-22	2025-06-22
2019 年第一期民生-融侨鼎程债权融资计划	20.00	20.00	18	5.55	2019-04-18	2037-04-17
<b>小计</b>	<b>164.00</b>	<b>140.34</b>	—	—	—	—
融侨 A9~A16 及融侨次级	4.60	4.60	4.5~8	0~6.50	2016-05-31	2024-05-30
19 融侨 A、B、次级	11.00	11.00	2	0~7.20	2019-07-15	2021-07-15
<b>小计</b>	<b>15.60</b>	<b>15.60</b>	—	—	—	—

资料来源：融侨集团（截至 2020 年 6 月 29 日）

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

**2019 年我国房地产开发投资增速保持不减，但各地市场分化较为明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度继续提升。短期看，新冠肺炎疫情房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。**

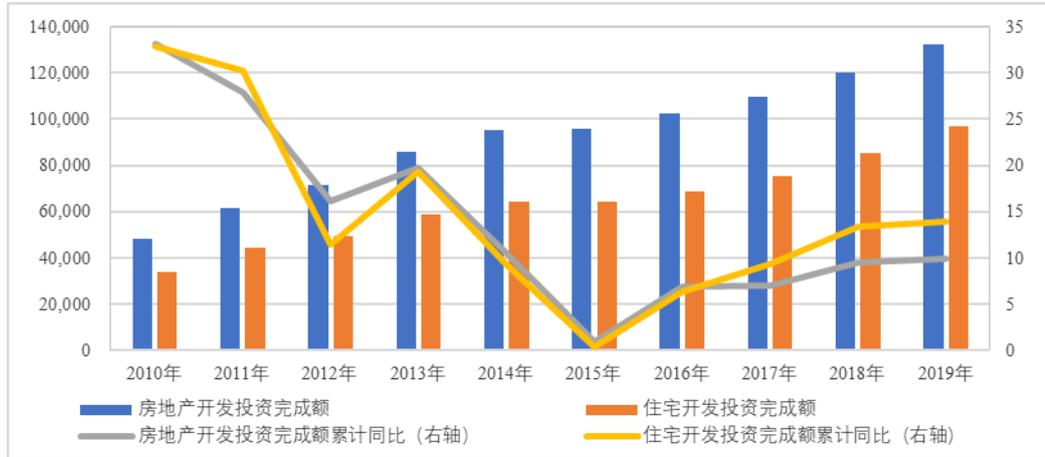
### A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018 年，我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 12.03 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 8.52 万亿元，占比保持在 70% 上下。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为 9.71 万亿元，同比增长 13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区<sup>1</sup>投资增速分化较为明显，其中，东部地区增长 7.7%，中部地区增长 9.6%，西部地区增长 16.1%，

<sup>1</sup> 各地区分区如下：东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

东北地区增长 8.2%。

图表 2. 2010-2019 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）

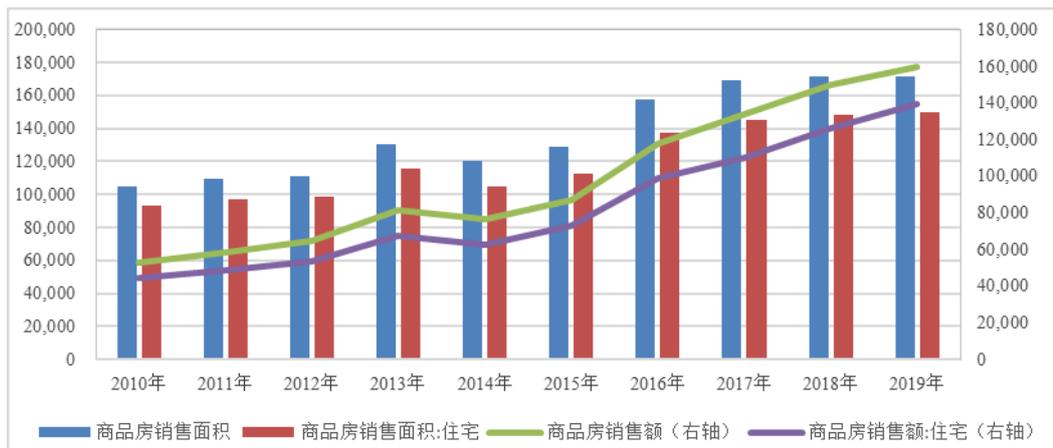


资料来源：国家统计局

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7%和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019 年百城<sup>2</sup>住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3%和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和-4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

<sup>2</sup> 一线城市北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

图表 3. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显。

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数据显示，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地推出 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。1-3 月份，房企土地购置面积 1,969 万平方米，同比下降 22.6%；土地成交价款 977 亿元，下降 18.1%。4 月份，多地政府加大推地力度，土地供应量明显增多。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 4. 2017~2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中：住宅用地推出面积 (亿平方米)	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积 (亿平方米)	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中：住宅用地成交面积 (亿平方米)	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%

指标	2017年		2018年		2019年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地成交出让金（万亿元）	4.10	40.35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%
其中：住宅用地出让金（万亿元）	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率		28.95%		13.14%		13.02%
住宅用地成交溢价率		33.92%		14.74%		14.42%

资料来源：CREIS 中指数据

## B. 政策环境

2019年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地落实“因材施教”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但4月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

2019年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面可以进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律障碍。

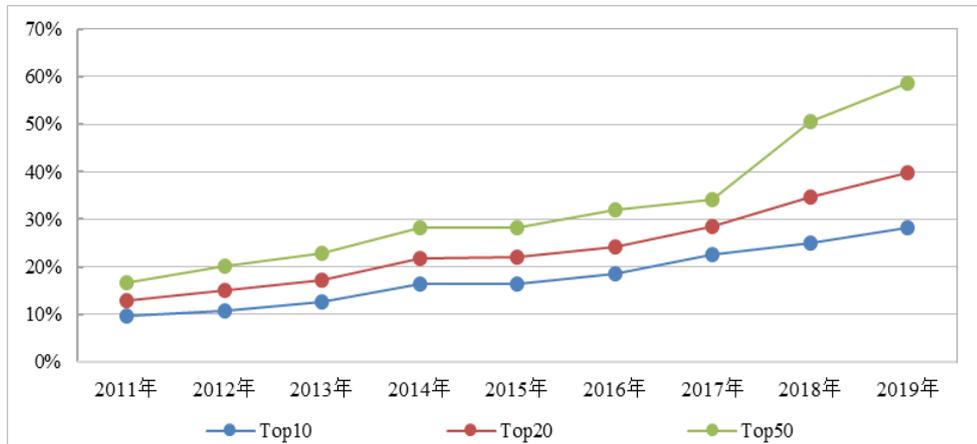
针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

## C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在多层调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 CREIS 中指数据，2018 年

全国前 50 强房企销售占比首次超过 50%，2019 年继续提升至 59%。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 5. 规模房企市场占有率



资料来源：WIND、CREIS 中指数据

#### D. 风险关注

**中小型房企面临挑战。**近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

**业务运营面临的不确定因素增多。**受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线城市，或将面临更大的压力。

**短期流动性压力上升。**新冠肺炎疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现在阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

## 2. 业务运营

该公司拥有多年住宅物业建设、运营经验及一定的品牌知名度，形成了以住宅地产开发为主，物业服务和酒店经营为辅的业务模式。近年公司在深耕海西经济区的同时，积极在长三角经济区、京津冀经济区、中部经济区等经济活跃地区拓展业务，业务布局得到优化。2019 年公司结转的房地产销售收入增加，但因结转项目的土地成本较高盈利空间有所压缩，得益于投资性房地产评

估增值及参股项目投资收益的补充，当年净利润较上年略有增长。公司在建拟建项目数量较多，后续存在一定资金支出压力。

该公司以商品住宅开发销售为主，周围配套商业的开发销售为辅，开发产品类型包括住宅、商业办公及商业地产。公司住宅产品定位中高端，主要满足对居住品质有一定要求的客户。近年来，公司深耕海西经济区，并积极在长三角经济区、京津冀经济区、中部经济区等经济活跃地区拓展业务，布局全国，目前项目覆盖福州、闽侯、福清、厦门、龙岩、上海、武汉、南京、郑州、合肥、天津、无锡等城市，业务布局得到优化。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
房地产开发与销售	深耕福建，并辐射华东地区、武汉、郑州、天津等	横向规模化	规模、资本、品牌、政策

资料来源：融侨集团

该公司以“城市美好生活综合服务商”为发展定位，积极打造房地产护城河，以地产主业为核心，围绕客户需求，推动商务、教育、医养板块的设立及发展，但目前服务型辅业对公司营收贡献尚有限。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
<b>营业收入合计</b>	<b>111.16</b>	<b>133.94</b>	<b>166.68</b>
<b>其中：核心业务营业收入（亿元）</b>	<b>106.94</b>	<b>132.04</b>	<b>163.91</b>
在营业收入中所占比重（%）	96.20	98.58	98.34
其中：（1）房地产销售	102.98	126.49	158.80
在核心业务收入中所占比重（%）	96.30	95.80	96.88
（2）物业及租赁	2.08	3.44	4.24
在核心业务收入中所占比重（%）	1.95	2.60	2.59
（3）酒店餐饮	1.88	2.11	0.87
在核心业务收入中所占比重（%）	1.76	1.60	0.53
<b>毛利率（%）</b>	<b>28.70</b>	<b>33.88</b>	<b>27.37</b>
其中：房地产销售（%）	28.36	34.57	26.86
物业及租赁（%）	-21.74	-1.05	18.38
酒店餐饮（%）	36.55	24.88	33.75

资料来源：融侨集团

2017-2019 年，该公司分别实现营业收入 111.16 亿元、133.94 亿元和 166.68 亿元，其中房地产销售收入占比均超过 95%，分别为 102.98 亿元、126.49 亿元和 158.80 亿元。2019 年，公司营业收入较上年大幅上升 24.45%，主要系房地产业务结转收入增长。公司物业及租赁收入持续增长主要系物业管理规模扩大所致；2019 年酒店餐饮收入下滑，主要由于公司将部分酒店对外出租从而

改变了经营模式；公司其他收入主要为工程施工、幼儿园收入等，规模较小。公司综合毛利率近三年分别为 28.70%、33.88% 和 27.37%，处于较高水平。2017 年物业及租赁业务毛利率为负，主要系当年该项收入为纯物业管理费用，物业公司增值部分如停车费收入等归为其它收入；2018 年起公司将商管及其它物业经营收入计入该科目。此外，公司目前在管的小区大部分为早期社区，物业费定价较低，随着新建小区陆续交付，公司物业及租赁板块毛利率水平得到提升。

#### A. 房地产开发

该公司市场定位以中高档普通住宅为主，近年来销售量价齐升，为其房地产业务发展提供了有力保障。跟踪期内，公司保持较大的项目开发力度，2019 年新开工面积为 264.01 万平方米，基本与上年持平。因开发周期影响，2019 年公司竣工面积较上年减少 12.03%，合同销售面积及合同销售金额分别为 196.64 万平方米和 330.90 亿元，同比分别减少 6.70% 和 8.61%。

图表 8. 融侨集团房地产业务的经营概况（单位：万平方米、亿元）

年份	新开工面积	竣工面积	期末施工面积	合同销售面积	合同销售金额	当年结转销售建筑面积	当年结转销售收入
2017 年	265.01	81.25	493.36	133.53	222.51	80.51	102.98
2018 年	264.41	160.00	597.79	210.77	362.09	104.82	126.49
2019 年	264.01	140.76	661.18	196.64	330.90	134.47	158.80

资料来源：融侨集团

从地理分散度来看，该公司的发展定位长期以来立足于福建地区，项目主要集中在福州、闽侯及福清等城市。近年来随着公司在武汉、合肥、天津、无锡、南京、郑州等地相继开展业务，其地理分布过于集中的情况得到一定改善。未来公司仍将业务重心放在福建省内，并大力开拓长三角经济区、京津冀经济区、中部经济区等经济活跃地区拓展业务。

图表 9. 融侨集团房地产结转收入区域构成（单位：亿元、%）

地区	2017 年度		2018 年度		2019 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
福州	27.89	27.09	65.66	51.91	61.52	38.74
闽侯	4.86	4.72	—	—	0.32	0.20
厦门	16.22	15.75	18.84	14.89	4.83	3.04
龙岩	—	—	18.11	14.31	2.92	1.84
武汉	25.45	24.71	10.38	8.21	1.71	1.07
合肥	2.54	2.47	8.71	6.89	2.95	1.86
无锡	1.40	1.35	0.38	0.30	7.62	4.80
淮安	0.68	0.66	0.11	0.09	9.11	5.73
天津	17.43	16.93	4.19	3.32	3.23	2.04
郑州	6.51	6.32	0.11	0.08	31.35	19.74
福清	—	—	—	—	6.96	4.38
南京	—	—	—	—	26.29	16.55

地区	2017 年度		2018 年度		2019 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
合计	102.98	100.00	126.49	100.00	158.80	100.00

资料来源：融侨集团

截至 2019 年末，该公司合并口径内主要在建项目共计 44 个，总建筑面积合计 1,005.21 万平方米，项目累计权益投资 727.51 亿元，尚需投资 154.66 亿元。按区域划分，项目主要集中在福建省内，共 18 个，合计建筑面积 384.61 万平方米，合计权益投资为 391.05 亿元。

图表 10. 截至 2019 年末公司主要开发项目区域分布概况(单位: 个、万平方米、亿元)

地区	项目数	总投资	权益总投资	权益已投资	建筑面积	签约面积	待售面积	2019 签约面积	2019 签约金额
闽侯	1	22.91	22.91	19.50	16.80	12.51	4.29	12.37	25.97
厦门	3	118.11	118.11	102.20	47.44	24.82	22.62	5.76	22.48
福州	5	129.23	104.38	87.25	103.57	70.11	33.46	9.85	26.09
福清	6	85.35	83.98	70.78	122.32	103.75	18.57	26.11	40.73
龙岩	2	49.14	49.14	39.62	76.44	69.15	7.29	14.28	14.87
莆田	1	25.05	12.52	8.99	18.04	13.06	4.98	5.47	10.17
福建省内小计	18	429.79	391.04	328.34	384.61	293.40	91.21	73.84	140.31
合肥	3	70.59	70.59	55.79	86.14	61.28	24.86	9.87	14.77
淮安	2	35.76	35.76	19.64	82.07	58.87	23.20	30.43	30.45
南京	2	55.68	55.68	53.26	32.94	27.12	5.82	8.66	24.06
无锡	3	96.36	76.88	67.84	94.51	55.24	39.27	16.56	30.63
太仓	1	11.92	11.92	7.90	12.88	3.18	9.70	3.18	4.75
重庆	1	5.65	5.65	4.72	5.43	3.94	1.49	3.94	5.44
成都	1	17.45	17.45	11.40	23.65	9.24	14.41	9.24	11.92
天津	4	134.93	116.32	97.57	83.69	39.44	44.25	10.72	20.24
郑州	6	66.49	65.17	51.96	123.90	73.52	50.38	13.80	19.18
武汉	3	57.69	35.70	29.08	75.40	51.42	23.98	16.22	29.16
其他地区小计	26	552.52	491.12	399.16	620.61	383.25	237.36	122.62	190.60
合计	44	982.30	882.17	727.51	1,005.21	676.65	328.57	196.44	330.91

资料来源：融侨集团

截至 2019 年末，该公司拟建项目共 10 个，规划计容建筑面积为 289.31 万平方米，尚需投入资金约 142.33 亿元。公司未来项目投资支出需求仍较大，面临一定的资金支出压力。

图表 11. 截至 2019 年末公司拟建项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目位置	规划计容建筑面积	预计总投资额	累计完成投资额	2019 年投资额
闽侯马排	闽侯	8.27	18.01	11.01	11.01
双龙一期	闽侯	16.81	27.71	2.19	0.12
连江 2018-02 号	福州	10.81	2.95	0.90	0.05
永泰葛岭	福州	10.34	11.23	1.34	1.34
融侨锦江三期	福清	4.73	5.28	1.39	1.41
上海嘉定	上海	3.05	7.46	4.85	4.85

项目名称	项目位置	规划计容建筑面积	预计总投资额	累计完成投资额	2019年投资额
瑶海 E1905 地块	合肥	3.89	4.81	3.28	1.55
K1/k2/k6 地块	武汉	48.33	53.51	43.82	13.87
卓奥地块	郑州	16.32	15.62	8.58	0.65
荥阳项目	郑州	166.76	77.32	4.21	2.52
<b>合计</b>		<b>289.31</b>	<b>223.90</b>	<b>81.57</b>	<b>37.37</b>

资料来源：融侨集团

从土地储备量来看，截至 2019 年末，该公司共在 7 个城市拥有土地储备，公司累计拥有土地储备的规划计容面积 289.31 万平方米，土地价款合计 74.88 亿元，已支付 45.06 亿元，尚未缴清的主要为 2019 年新拍地块。

图表 12. 公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元，元/平方米）

项目名称	项目位置	获取年份	土地取得方式	规划计容建筑面积	土地总价款	已支付土地价	楼面价
闽侯高新区	闽侯	2019 年	出让	8.27	10.20	10.20	12,334
双龙一期	闽侯	2011 年	出让	16.81	1.96	1.96	1,166
连江 2018-02 号	福州	2018 年	出让	10.81	2.37	2.37	2,192
永泰葛岭	福州	2019 年	出让	10.34	2.57	2.57	2,485
融侨锦江三期	福清	2019 年	出让	4.73	2.81	0.50	1,057
上海嘉定	上海	2019 年	出让	3.05	4.85	4.85	15,902
瑶海 E1905 地块	合肥	2019 年	出让	3.89	2.77	0.50	1,285
K1/k2/k6 地块	武汉	2012 年	出让	48.33	10.69	10.69	2,212
卓奥地块	郑州	2018 年	并购	16.32	8.97	7.87	5,496
荥阳项目	郑州	2019 年	并购	166.76	27.69	3.55	1,660
<b>合计：</b>	--	--	--	<b>289.31</b>	<b>74.88</b>	<b>45.06</b>	

资料来源：融侨集团（截至 2020 年 5 月末）

注：武汉项目为旧城改造，周边零星土地陆续跟政府协商获取，前期及近期收储的土地款逾 70 亿元，基本已付清。

## B. 物业及租赁

该公司物业及租赁业务收入包括自持物业的租金收入及物业管理费收入。

公司拥有自持物业 8 处，分布于福州、上海、合肥和天津，其中上海项目处于在建中，预计于 2022 年建成，其他均已投入运营。业态包括写字楼、商业及酒店，可出租面积合计 19.25 万平方米，出租率较高。2019 年公司自持物业实现租金收入 0.92 亿元。截至 2019 年末，公司投资性房地产余额为 100.30 亿元。

图表 13. 2019 年公司自持物业情况（单位：万平方米、万元）

物业名称	区域	类型	可出租面积	租金收入	投入运营时间	目前状态
融侨中心 CBD（写字楼）	福州	综合体	5.03	6,633.95	2016.10	整体开业
江南水都 5F6A	福州	社区配套商业	0.83	29.79	2016.10	整体开业
融侨国际公馆商场	福州	社区配套商业	0.19	319.86	2015.11	招商中（部分物业已达成签约意向）

物业名称	区域	类型	可出租面积	租金收入	投入运营时间	目前状态
融侨福州皇冠假日酒店	福州	酒店	5.47	837.34	2015.12	整体开业
长宁区 71 街坊 8/3 丘	上海	商办	--	--	2022.12 (预计)	建设中
融侨悦城三层集中商业	合肥	社区配套商业	1.57	349.5	2017.12	运营期
合肥皇冠假日酒店	合肥	酒店	3.74	533.89	2016.10	整体开业
天津皇冠假日酒店	天津	酒店	2.42	485.89	2018.12	整体开业
<b>合计</b>	--	--	<b>19.25</b>	<b>9,190.22</b>		

资料来源：融侨集团

注：截至 2019 年末，江南水都 5F6A、融侨国际公馆商场及长宁区 71 街坊 8/3 丘尚无产权证。

该公司物业服务业务由福州融侨物业管理有限公司（简称“融侨物业”）负责经营。融侨物业管理的物业除来自公司开发项目外，还通过外部招投标获取项目。2019 年末，融侨物业管理的物业建筑面积为 1,113.70 万平方米。按物业所在的区域分，福州市在管面积 488.10 万平方米，占比 43.83%；武汉市在管面积 150.90 万平方米，占比 13.50%。同期末，融侨物业管理户数为 72,079 户，较上年末增长 19.24%。随着公司开发项目的累积及融侨物业外部招投标物业管理项目的增多，未来的物业管理建筑面积和管理户数仍将保持一定增长。跟踪期内，公司物业管理费收入为 38,687.19 万元。同期末，物业管理费的缴交率为 96.91%，收费情况较好。

图表 14. 公司物业业务运营情况

年份	管理面积 (万平方米)	管理户数 (户)	物业管理费收入 (万元) <sup>3</sup>	物业管理成本 (万元)	管理费缴 交率(%)
2017 年(末)	852.96	53,705	28,268.32	26,718.37	96.17
2018 年(末)	919.48	60,448	33,123.53	31,361.50	96.29
2019 年(末)	1,113.70	72,079	38,687.19	31,883.61	96.91

资料来源：融侨集团

截至 2019 年末，融侨物业在管的物业类型包括住宅、商住楼、写字楼、商场等。公司管理的住宅项目仅限于由该公司开发的项目，目前在管物业 60 处，分布于福州、天津、淮安、合肥、武汉、无锡、福清等地。在管的商住楼、写字楼和商场等项目主要系通过招投标获取。融侨物业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”等称号，在福建省内具有一定的市场知名度。

融侨物业经营的业务板块主要分为住宅物业管理、车位管理、商业物业管理、物业托管及其他相关物业服务，其中住宅物业管理收入是该板块收入的主要来源，占比维持在 75% 以上。车位管理方面，融侨物业对在管项目的配套车位，按物业所在地物价机关部门规定，对出租、出售、空置的车位按月按量收取车位管理费用。物业托管方面，融侨物业为公司下属的营销中心、会所及展

<sup>3</sup> 物业管理费收入及成本为以收付实现制统计，与审计报告中数据口径不同。

示厅等不动产提供托管服务；同时还对外承接针对国有企业、银行及政府机关的非住宅物业的托管业务。在其他业务方面，融侨物业根据相关物业协议，对所管理物业辖区内的广告位、临时停车、场地出租等多方面进行管理运营并形成一定的收入来源，但民法典颁布后这项收入或将不再确认为公司收入。

### C. 酒店餐饮

该公司 2017-2019 年酒店餐饮收入分别为 1.88 亿元、2.11 亿元和 0.87 亿元。因公司战略规划调整，2019 年公司将 5 星级酒店福州皇冠假日酒店、合肥皇冠假日酒店和 4 星级酒店天津融侨假日酒店委托给专业酒店管理公司经营，公司只收取租赁费。截至 2019 年末，公司自营的酒店为福州融侨水乡酒店和福州融侨新港大酒店，建筑面积共 5.32 万平方米，合计拥有 283 间客房。2019 年福州融侨水乡酒店因升级改造未产生收入。此外，福州融侨新港大酒店地处福清较偏位置，人气尚未集聚，客房平均入住率较低。因以上多重原因，2019 年公司酒店餐饮业务收入较上年大幅减少。整体看，酒店餐饮业务资产规模较小，盈利性不佳，对公司收入及利润影响较小。

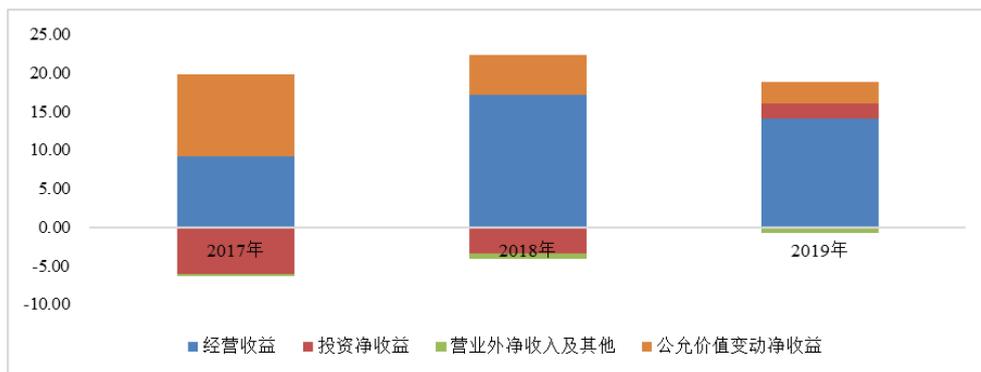
图表 15. 2019 年公司下属酒店业务情况

酒店名称	建筑面积 (万平方米)	星级	房间数 (间/套)	客房平均入住率 (%)	净利润率 (%)	平均房价(元/间/天)
福州融侨水乡酒店	3.25	5 星标准	188	改造中	改造中	改造中
福州融侨新港大酒店	2.07	5 星标准	95	38.31	-57.94	293.06

资料来源：融侨集团

### (2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据融侨集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司形成了以营业毛利为核心，公允价值变动净收益为补充的盈利结构。2017-2019 年公司营业毛利分别为 31.90 亿元、45.38 亿元和 45.63 亿元；毛利率分别为 28.70%、33.88%和 27.37%。2019 年公司房地产项目收入结转规模大幅增加，但因为结转项目的拿地成本较高，毛利率同比下滑，营业毛利基本和上年持平。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入 (亿元)	111.16	133.94	166.68
营业毛利 (亿元)	31.90	45.38	45.63
期间费用率 (%)	11.59	14.11	12.43
其中: 财务费用率 (%)	4.40	5.48	3.44
<b>全年利息支出总额 (亿元)</b>	<b>20.81</b>	<b>27.08</b>	<b>25.30</b>
<b>其中: 资本化利息数额 (亿元)</b>	<b>15.30</b>	<b>19.16</b>	<b>18.67</b>

资料来源: 根据融侨集团所提供数据整理。

2017-2019 年, 该公司期间费用率分别为 11.59%、14.11% 和 12.43%。公司期间费用中销售费用和管理费用占比较大, 由于业务拓展较快, 销售费用和管理费用呈上升趋势。2019 年主要因利息收入增加冲抵了财务费用, 期间费用率同比下降 1.69 个百分点至 12.43%。此外, 2018-2019 年公司资产减值损失分别为 4.30 亿元和 3.19 亿元, 2018 年主要是存货跌价损失 2.00 亿元和商誉减值损失 1.99 亿元, 2019 年主要系存货跌价损失 3.06 亿元。随结转规模的扩大, 2019 年营业税金及附加明显增长 51.69%。2017-2019 年公司经营收益分别为 9.20 亿元、17.14 亿元和 14.06 亿元。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益 (亿元)	-6.04	-3.42	1.94
营业外收入 (亿元)	0.12	0.32	0.17
公允价值变动损益 (亿元)	10.65	5.20	2.74
其中: 投资性房地产 (亿元)	10.65	5.22	2.70

资料来源: 根据融侨集团所提供数据整理。

2017-2019 年, 该公司投资净收益分别为-6.04 亿元、-3.42 亿元和 1.94 亿元。2017 年投资净亏损主要系处置子公司淮安融侨置业有限公司股权造成亏损 6.11 亿元。2018 年确认处置长期股权投资损失 4.45 亿元, 系处置子公司连云港融侨置业有限公司 (简称“连云港置业”) 100% 股权所致。2019 年投资净收益 1.94 亿元, 主要为合作项目产生的投资收益。

同期, 该公司公允价值变动损益分别为 10.65 亿元、5.20 亿元和 2.74 亿元, 主要系长宁区 71 街坊 8/3 丘投资性房地产公允价值上升所致。目前该项目仍处于在建状态, 无租金收入, 面临一定的估值风险。此外, 公司营业外收入相对较小, 对利润影响有限, 主要系没收客户违约金收入。

该公司 2017-2019 年净利润分别为 7.64 亿元、9.60 亿元和 10.12 亿元, 净资产收益率分别 5.31%、5.79% 和 5.13%。跟踪期内, 公司经营收益虽比上年减少, 但由于合作项目的投资收益增加带动非经常性损益增加较多, 当年净利润同比增长 5.43%。

## 管理

跟踪期内，该公司董事会成员发生变动，但公司实控人仍为林宏修先生及其家族，家族式管理特征持续，经营管理较稳定有序。公司关联交易较多，主要体现在应收关联企业往来款。

2018年12月，该公司以未分配利润转增股本22,000.00万股，股本增至12.24亿元，此后公司股本未有变化。2019年末，融侨实业发展有限公司（香港）仍直接持有公司91%的股权，为公司的控股股东。

该公司原实际控制人林文镜先生于2018年7月去世，目前林文镜先生所持亚太林有限公司40%股权及雅联控股有限公司50%股权由其长子林宏修先生代持。股权变更手续目前还在办理当中，预计于2021年前办理完毕。

2019年该公司董事会成员变更，原董事林运辉调整为林开骏，新增叶醒女士为集团董事成员。目前公司董事会成员由林宏修及其长子林开启、次子林开杰、三子林开骏及叶醒组成。公司实际控制人林宏修与林宏盛、林宏新三人为兄弟关系，公司股东大会决议事实上即为其家族决议。

该公司与关联方资金往来规模较大，2019年末应收关联方款项为54.73亿元、应付关联方款项为9.10亿元。其中，公司应收福建宏辉房地产开发公司6.90亿元、应收保利江苏房地产发展有限公司5.86亿元、应收湖北三峡华翔集团有限公司12.88亿元。公司向关联方提供劳务6.26亿元，金额较小。向关联方提供担保余额8.88亿元，作为被担保方被担保的余额2.82亿元。总体上，关联资金拆借多为与合作开发项目的联营公司之间发生，且以公司资金净拆出为主。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2020年5月20日）所载，跟踪期内公司无信贷违约记录。经查询国家企业信用信息公示系统、重大税收违法案件信息公布栏及全国法院失信被执行人名单信息公布与查询网站，跟踪期内公司无重大不良行为记录。

## 财务

跟踪期内，该公司负债规模持续扩张，但主要为预收账款的增加，刚性债务规模小幅下降。公司主要依赖主业现金回流弥补投资及债务净偿付的资金流出。受前期业务扩张较快且债务积聚较多影响，公司财务杠杆有所下降但仍处高位。短期内公司货币资金较为充裕，融资渠道较为通畅，仍可为债务偿付提供一定保障。

## 1. 数据与调整

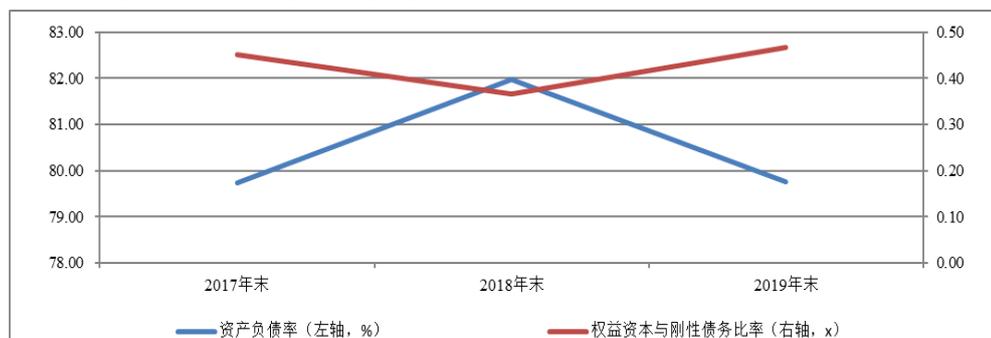
中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018-2019 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。为保持数据可比性，本评级报告中其他应收款不含应收利息，其他应付款不含应付利息和应付股利。

2019 年，该公司处置上海融邸房地产开发有限公司股权，新设立 6 家子公司，当年末公司合并范围子公司共计 68 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



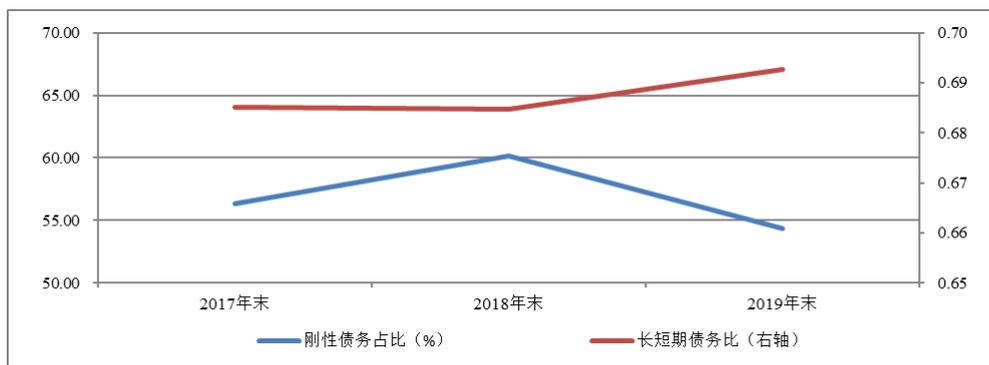
资料来源：根据融侨集团所提供数据绘制。

近年来，该公司加快项目拓展和土地储备步伐，外部融资需求不断增加，债务规模持续增长，2017-2019 年末公司负债总额分别为 618.42 亿元、792.22 亿元和 869.35 亿元。同期末，资产负债率分别 79.74%、81.97% 和 79.75%，剔除预收款项后的资产负债率分别为 73.30%、75.90% 和 71.46%，总的看，公司负债经营程度较高。

该公司近年来资本实力有所加强，2017-2019 年末所有者权益分别为 157.12 亿元、174.23 亿元和 220.71 亿元，其中未分配利润占所有者权益的比例维持在较高水平，从近三年情况看，公司未对股东分配现金股利。受益于自身经营积累以及通过合作方式拓展业务，公司净资产规模逐年扩大，但由于近年来刚性债务增长较快，权益资本对刚性债务的覆盖程度变化不大，近三年末覆盖率分别 45.10%、36.57% 和 46.71%。

## (2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务 (亿元)	348.38	476.45	472.55
应付账款 (亿元)	21.75	20.95	27.05
预收账款 (亿元)	186.99	243.41	316.79
其他应付款 (亿元)	32.03	22.87	24.68
刚性债务占比 (%)	56.33	60.14	54.36
应付账款占比 (%)	3.52	2.64	3.11
预收账款占比 (%)	30.24	30.72	36.44
其他应付款占比 (%)	5.18	2.89	2.84

资料来源：根据融侨集团所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，该公司债务期限结构以短期为主，2017-2019 年末长短期债务比分别为 0.69、0.68 和 0.69。

该公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款构成。近年随着公司开发规模扩张，刚性债务总体增长，2017-2019 年末分别为 348.38 亿元、476.45 亿元和 472.55 亿元，占负债总额的比例在 54%-60%之间。其次是预收账款，2019 年末较上年末增长 30.15%至 316.79 亿元（其中预收房款 315.80 亿元），占负债总额的比例约为 36%，随着当年签约销售规模的扩大，年末预售房款增加。其他科目占比相对较小。2019 年末，应付账款较上年末增长 29.11%至 27.05 亿元，其中应付及预提工程款 25.61 亿元；其他应付款较上年末增长 7.92%至 24.68 亿元，主要包括应付关联方及合作方往来款 9.10 亿元、资金往来款 4.40 亿元、押金及保证金 5.43 亿元等。

## (3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	111.05	168.53	131.20
其中：短期借款	39.16	81.02	46.41
一年内到期非流动负债	69.79	86.64	78.86

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末
应付票据	0.13	0.53	1.34
应付利息	1.97	0.34	4.58
中长期刚性债务合计	237.33	307.92	341.34
其中：长期借款	181.55	206.49	244.70
应付债券	55.77	101.44	81.55
长期应付款-资产支持证券	—	—	15.10
综合融资成本（年化，%）	6.38	6.88	6.92

资料来源：根据融侨集团所提供数据整理

2019 年末，该公司刚性债务总额 472.55 亿元，较上年末有所减少，其中短期刚性债务占比 27.76%，刚性债务期限偏于中长期。公司刚性债务主要由金融机构借款、应付票据、应付债券及长期应付款中的资产支持证券构成。2019 年末，金融机构借款为 340.19 亿元，以抵质押借款为主，信用借款规模较小，抵押物为土地使用权和在建工程（涉及存货 302.46 亿元、固定资产 2.22 亿元和投资性房地产 35.59 亿元）。2019 年公司将原计入应付债券的资产支持证券重分类至长期应付款科目。同期末，公司应付债券为 81.55 亿元，较上年末同口径 83.90 亿元略有下降，主要由于部分债券转入一年内到期的非流动负债（16.34 亿元），同时本年新发行债券。长期应付款均为公司发行的资产支持证券，2019 年末余额 15.10 亿元，较上年末同口径减少 2.30 亿元，为转入一年内到期的非流动负债。

图表 22. 2019 年末公司借款分类

	信用	保证	质押	抵押	合计
短期借款	—	—	—	46.41	46.41
长期借款及一年内到期的长期借款	5.60	44.88	17.04	226.26	293.78
<b>合计</b>	<b>5.60</b>	<b>44.88</b>	<b>17.04</b>	<b>272.67</b>	<b>340.19</b>

资料来源：融侨集团

该公司融资渠道较多元，包括银行借款、信托借款、发行公司债及 ABS 等，近三年融资成本略微提升，经公司测算 2019 年为 6.92%，较上年提升 0.04 个百分点。截至 2019 年末公司存续借款及债券合计 466.77 亿元，其中 230.43 亿元利息成本在 7% 以上。

图表 23. 2019 年末公司借款及债券综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年(不含 2 年)	2~3 年(不含 3 年)	3~5 年(不含 5 年)	5 年及以上
4%~5% (不含 5%)	6.79	12.97	10.59	1.30	-
5%~6% (不含 6%)	27.19	40.19	13.25	-	-
6%~7% (不含 7%)	25.64	10.94	37.55	29.10	20.85
7% 及以上	65.66	118.80	40.97	-	5.00
<b>合计</b>	<b>125.27</b>	<b>182.89</b>	<b>102.36</b>	<b>30.40</b>	<b>25.85</b>

资料来源：融侨集团，加总数与审计报告数据略有差异

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入现金率 (%)	162.39	150.99	151.44
业务现金收支净额 (亿元)	-44.92	3.17	72.11
其他因素现金收支净额 (亿元)	-15.85	-15.59	2.39
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-60.77	-12.42	74.50
EBITDA (亿元)	19.90	27.23	25.40
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.06	0.07	0.05
EBITDA/全部利息支出 (倍)	0.96	1.01	1.00

资料来源：根据融侨集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司房地产销售资金回笼和收入结转具有非同步性，营业收入现金率呈现一定的波动，近三年均大于 150%，销售回笼资金明显大于结转收入，显示公司经营扩张速度较快。2017-2019 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -60.77 亿元、-12.42 亿元和 74.50 亿元。2017-2018 年公司经营性现金呈持续净流出状态，主要系支付新增土地价款、支付项目开发工程款以及往来款净支出所致。2019 年经营环节现金净流入，主要为公司开发支出、土拍规模现金支出及资金往来支出减少，同时销售商品提供劳务收到的现金增加。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出组成。2017-2019 年 EBITDA 分别为 19.90 亿元、27.23 亿元和 25.40 亿元，2019 年因利润总额和财务费用利息下降而有所减少。同时由于刚性债务规模较大，公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖倍数较低，2019 年分别为 0.05 和 1.00。

#### (2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况 (单位：亿元)

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	2.16	-13.78	-10.30
其中：理财产品投资回收与支付净额	20.04	-1.99	-10.33
投资支付的现金	-28.48	-18.83	-43.09
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.26	-1.05	-0.20
处置与取得子公司及其他营业单位的现金净额	0.00	-12.47	0.00
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.10	1.80	-12.45
投资环节产生的现金流量净额	2.00	-25.50	-22.94

资料来源：根据融侨集团所提供数据整理

该公司购置固定资产等长期资产的支出规模很小，投资活动的现金流主要反映对长期股权投资、理财产品和与关联企业之间的资金往来。2017-2019 年公司投资活动现金流量净额分别为 2.00 亿元、-25.50 亿元和-22.94 亿元。2019 年公司收回投资及取得投资收益收到的现金流入为 32.65 亿元（净赎回大额存单 4.5 亿元，净赎回银行理财产品 3.00 亿元，收回投资 4.84 亿元），投资支出现金 43.09 亿元（主要为对参股公司追加投资 6.39 亿元，向关联方拆出资金 17.29 亿元），当年投资性现金呈净流出状态。

### (3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	21.45	1.54	22.55
债务类净融资额	37.30	102.11	-34.54
其中：现金利息支出	21.65	27.08	25.30
其他类净融资额	1.90	-28.44	-28.32
筹资环节产生的现金流量净额	60.65	75.20	-40.32

资料来源：根据融侨集团所提供数据整理。

该公司日常经营及投资所需的资金缺口主要通过金融机构借款来解决，此外公司合作开发项目较多，子公司可获得少数股东的出资。2017-2019 年公司筹资活动现金流量净额分别为 60.65 亿元、75.20 亿元和-40.32 亿元。2019 年公司子公司吸收少数股东的现金投资 23.05 亿元，权益融资呈净流入态势。当年公司除取得借款 226.07 亿元外，还通过发行债券取得现金 45.58 亿元，但同时偿付的债务本息金额较大，债务融资仍呈净流出。公司收到/支付其他与筹资有关的现金是核算收到/归还关联公司等企业与借款有关的资金往来，2019 年其他类净融资-28.32 亿元，体现公司归还关联公司借款数额较大。

## 4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	665.56	840.53	954.48
	85.82	86.97	87.56
其中：货币资金（亿元）	48.81	93.89	129.68
预付款项（亿元）	24.23	23.37	26.34
存货（亿元）	546.12	672.07	721.33
其他应收款（亿元）	42.74	42.61	68.89
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	109.99	125.92	135.59
	14.18	13.03	12.44
其中：投资性房地产（亿元）	74.62	81.51	100.30
固定资产（亿元）	16.47	19.77	5.33

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
长期股权投资（亿元）	3.71	6.88	14.90
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>251.39</b>	<b>353.45</b>	<b>376.91</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>179.65</b>	<b>278.69</b>	<b>289.71</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>32.41</b>	<b>36.57</b>	<b>34.58</b>

资料来源：根据融侨集团所提供数据整理

2017-2019 年末该公司资产总额分别为 775.55 亿元、966.44 亿元和 1,090.06 亿元。同期末流动资产占比分别为 85.82%、86.97% 和 87.56%，公司以流动资产为主的资产结构与公司业务性质相符。

该公司流动资产主要由货币资金、预付款项、存货和其他应收款构成。2019 年末，货币资金为 129.68 亿元，比上年末增长 38.12%，主要系销售规模扩大回款增加；预付款项比上年末增长 12.73% 至 26.34 亿元，主要系预缴税费及土地款；其他应收款比上年末增长 61.67% 至 68.89 亿元，以关联往来款及押金、保证金为主，其中应收押金和保证金 12.23 亿元，应收关联方往来款 54.73 亿元（比上年末增加 26.12 亿元）；存货比上年末增长 7.33% 至 721.33 亿元，主要系在建开发项目增多，其中开发产品 57.28 亿元，开发成本 669.44 亿元，公司在无锡、天津等地的销售情况欠佳，累计计提了 5.87 亿的跌价准备，其中 2019 年对南京 G18 地块、厦门融侨铂樾府和天津融侨房源计提了 2.56 亿元跌价准备。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。2019 年末，长期股权投资较上年末增加 8.02 亿元至 14.90 亿元，主要系对上海融邸房地产开发有限公司、重庆星界置业有限公司等联营企业追加投资所致。投资性房地产较上年末增加 18.79 亿元至 100.30 亿元，主要系融侨福州皇冠假日酒店、天津皇冠假日酒店和合肥皇冠假日酒店改变经营模式，由固定资产转入投资性房地产。公司投资性房地产以公允价值进行计量，除福州融侨中心 CBD（写字楼）外，其他经营性物业租金收入较少，存在一定的高估风险。2019 年末公司固定资产为 5.33 亿元，主要系公司自有的房屋及建筑物，因酒店资产转出而较上年末大幅减少。此外，公司其他非流动资产 5.15 亿元，包括 ABS 次级证券 0.70 亿元、大额存单 4.30 亿元。

2019 年末该公司受限资产账面价值合计 376.91 亿元，占资产总额的 34.58%。包括：受限货币资金 36.64 亿元，主要为借款保证金、保函等；受限存货 302.46 亿元、固定资产 2.22 亿元和投资性房地产 376.91 亿元，均被用于借款抵押。同期末公司抵质押融资余额 289.71 亿元。

## 5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率（%）	181.36	178.74	185.83

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
速动比率 (%)	25.94	30.86	40.26
现金比率 (%)	13.33	19.98	25.35

资料来源：根据融侨集团所提供数据整理

2019 年末，该公司流动比率为 185.83%，较上年末提升 7.09 个百分点；速动比率为 40.26%，较上年末提升 9.40 个百分点，现金比率较上年末提升 5.37 个百分点至 25.35%，主要系货币资金增速高于流动负债增速。

## 6. 表外事项

根据审计报告所示，截至 2019 年末该公司为合并范围外的第三方公司（福州首开榕泰置业有限公司、福州汉霖实业有限公司）提供担保余额合计为 10.14 亿元，担保比例 4.59%，规模较小。

## 7. 集团本部财务质量

该公司集团本部主要承担融资职能以及少量房地产开发及租赁业务。2019 年末，本部资产合计 416.79 亿元，主要由货币资金、存货、其他应收款及长期股权投资构成。其中货币资金余额为 21.25 亿元，占合并口径货币资金的比重为 16.38%；其他应收款为 181.05 亿元，主要为应收子公司款项；长期股权投资为 172.81 亿元；存货为 11.93 亿元，存量项目主要为江南水都 5F6A 及融侨外滩项目。公司债券融资主要由公司本部负责，2019 年末本部负债合计 306.69 亿元，其中刚性债务总额为 156.37 亿元，占合并口径的比重为 33.09%。刚性债务主要包括一年内到期的非流动负债 33.32 亿元、长期借款 26.82 亿元及应付债券 92.54 亿元。2019 年公司本部实现营业收入 4.33 亿元，获得投资收益 24.38 亿元，净利润 19.73 亿元，同期经营性现金流净额-5.32 亿元，投资环节现金流-2.51 亿元。整体来看，公司本部盈利不直接产生现金回流，债务偿付依赖于集团内部资金统筹调拨及债务滚动。

## 外部支持因素

截至 2019 年末，该公司已获取金融机构综合授信额度 884.00 亿元，尚未使用额度为 670.00 亿元，可为公司的日常运营及后续项目开发提供一定的资金支持。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用额度	剩余额度
全部（亿元）	884.00	244.00	670.00
工农中建交五大商业银行（亿元）	274.00	82.50	221.50
其中：大型国有金融机构占比（%）	31.00	33.81	33.06

资料来源：根据融侨集团所提供数据整理（截至 2019 年末）

注：上述授信未包括单次审批的项目授信。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1. 16 融侨 01 及 16 融侨 02：上调票面利率选择权及投资者回售选择权

该公司于 2016 年 7 月 14 日公开发行了本金 20 亿元的 16 融侨 01，期限为 5 年，票面利率为 5.80%，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权；公司于 2016 年 7 月 28 日公开发行了本金 20 亿元的 16 融侨 02，期限为 5 年，票面利率为 5.60%，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。根据 2019 年 5 月 29 日公司相关公告<sup>4</sup>，公司推迟 16 融侨 01 及 16 融侨 02 回售公告日期，此外，16 融侨 01 及 16 融侨 02 期限条款均由 3+2 年修订为 3+1+1 年，即在原有 1 次回售选择权的基础上，增加 1 次公司上调票面利率和投资者回售选择权。

2019 年 7 月 9 日 16 融侨 01 回售 17.75 亿元，余额 2.25 亿元，7 月 15 日将票面利率自 5.8% 上调为 6.5%。2019 年 7 月 25 日 16 融侨 02 回售 5.91 亿元，余额 14.09 亿元，7 月 29 日上调票面利率 5.6% 为 6.8%。

## 跟踪评级结论

该公司拥有多年的住宅物业建设、运营经验及一定的品牌知名度，形成了以住宅地产开发为主，物业服务和酒店经营为辅的业务模式。近年公司在深耕海西经济区的同时，积极在长三角经济区、京津冀经济区、中部经济区等经济活跃地区拓展业务，业务布局得到优化。2019 年公司结转的房地产销售收入增加，但因结转项目的土地成本较高盈利空间有所压缩，得益于投资性房地产评估增值及参股项目投资收益的补充，当年净利润比上年略有增长。公司在在建拟建项目数量较多，存在一定资金支出压力。

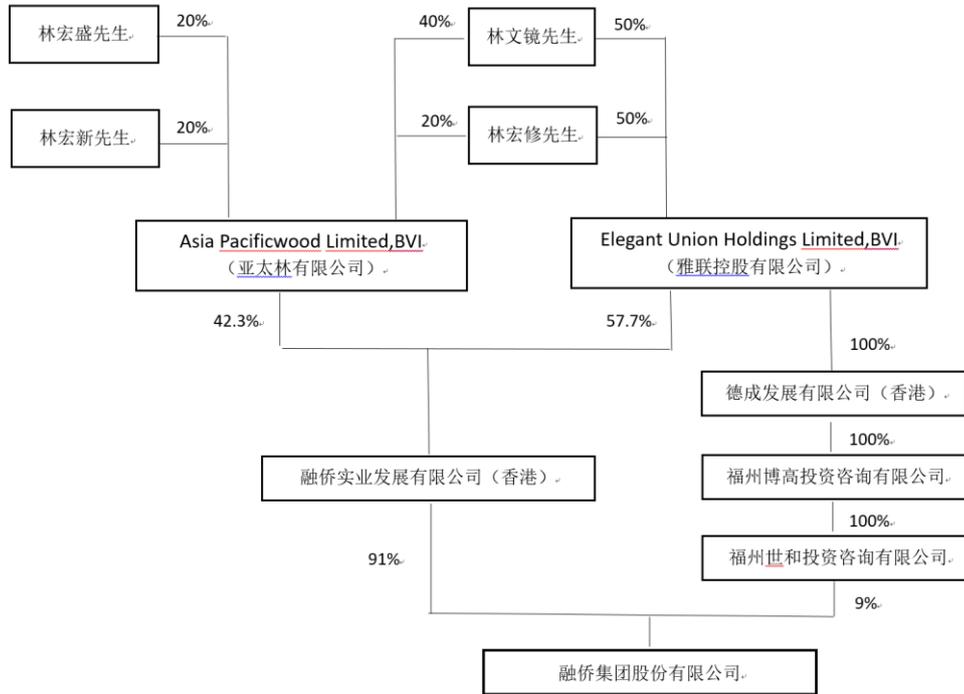
跟踪期内，该公司负债规模持续扩张，但扩张主要来自预收账款的增加，刚性债务规模有所压缩。公司主要依赖主业现金回流弥补投资及债务净偿付的资金流出，财务杠杆有所下降但仍处高位。公司货币资金较为充裕，融资渠道较为通畅，可为债务偿付提供一定保障，总体偿债风险压力可控。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）该公司房地产项目销售进度和资金回笼情况；（2）个别项目销售去化不甚理想，关注未来销售压力和经营风险；（3）公司后续资金支出压力及融资渠道通畅性；（4）区域市场房地产调控及政策变化；（5）除主业外其他业务板块的经营变化；（6）2020 年 7 月回售情况。

<sup>4</sup> 《融侨集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）2019 年第一次债券持有人会议决议公告》、《融侨集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）2019 年第一次债券持有人会议决议公告》。

附录一：

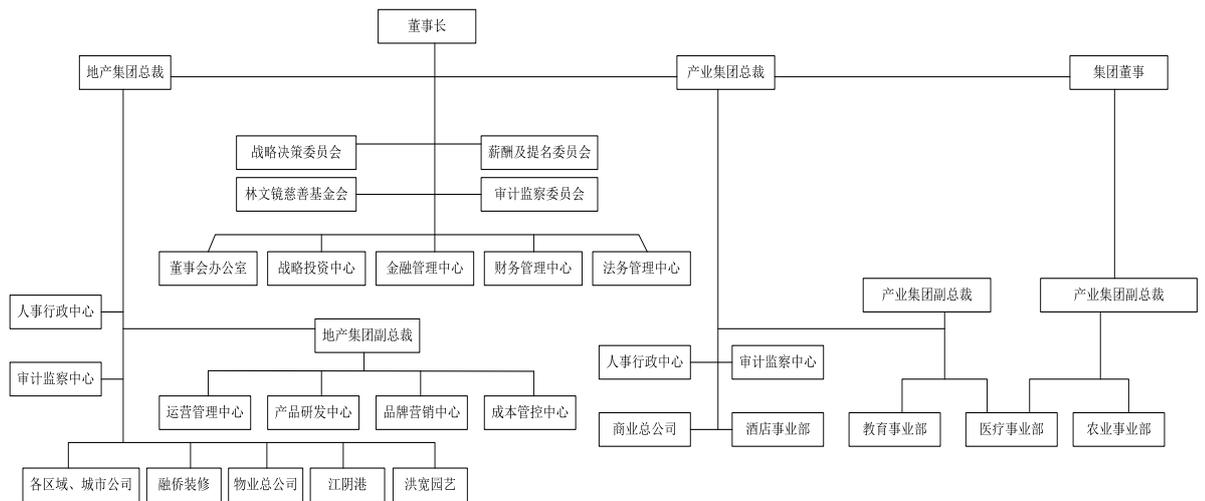
公司与实际控制人关系图



资料来源：融侨集团（截至 2019 年末）

附录二：

公司组织结构图



资料来源：融侨集团（截至 2019 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

名 称			母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据					备注
全称	简称	与公司的关系			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	
融侨实业发展有限公司(香港)	融侨实业发展	公司控股股东	91%	投资控股	—	-0.66	—	0.49	—	
<b>融侨集团股份有限公司</b>	<b>融侨集团</b>	<b>本级</b>	--	房地产开发	<b>156.37</b>	<b>110.11</b>	<b>4.34</b>	<b>19.73</b>	<b>-5.32</b>	母公司口径
福州融侨置地房地产开发有限公司	福州融侨置地 房地产	子公司	100%	房地产开发	7.16	0.01	6.37	-0.32	0.28	
福清融侨置业有限公司	福清融侨置业	子公司	100%	房地产开发	10.62	26.87	5.71	2.21	-11.23	
福建融侨居业有限公司	福建融侨居业	子公司	100%	房地产开发	19.72	6.99	21.54	6.25	3.39	
龙岩市中奥房地产开发有限公司	龙岩市中奥房	子公司	80%	房地产开发	—	4.84	2.92	0.16	1.39	
武汉融侨置业有限公司	武汉融侨置业	子公司	65%	房地产开发	65.41	45.09	1.63	-1.13	-6.68	
天津融侨置业有限公司	天津融侨置业	子公司	100%	房地产开发	6.00	4.16	1.49	-0.04	0.36	
无锡融悦房地产开发有限公司	无锡融悦房地	孙公司	100%	房地产开发	—	-1.96	7.38	-1.01	6.27	
郑州融侨房地产开发有限公司	郑州融侨房地	子公司	75%	房地产开发	0.27	6.36	16.39	5.00	-2.60	
南京融新房地产开发有限公司	南京融新房地	孙公司	100%	房地产开发	3.11	2.26	26.29	2.33	14.38	

注：根据融侨集团 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	775.55	966.44	1,090.06
货币资金 [亿元]	48.81	93.89	129.68
刚性债务[亿元]	348.38	476.45	472.55
所有者权益 [亿元]	157.12	174.23	220.71
营业收入[亿元]	111.16	133.94	166.68
净利润 [亿元]	7.64	9.60	10.12
EBITDA[亿元]	19.90	27.23	25.40
经营性现金净流入量[亿元]	-60.77	-12.42	74.50
投资性现金净流入量[亿元]	2.00	-25.50	-22.94
资产负债率[%]	79.74	81.97	79.75
权益资本与刚性债务比率[%]	45.10	36.57	46.71
流动比率[%]	181.36	178.74	185.83
现金比率[%]	13.33	19.98	25.35
利息保障倍数[倍]	0.91	0.97	0.97
担保比率[%]	95.68	3.34	4.59
毛利率[%]	28.70	33.88	27.37
营业利润率[%]	12.44	14.12	11.26
总资产报酬率[%]	2.72	3.01	2.39
净资产收益率[%]	5.31	5.79	5.13
净资产收益率*[%]	4.40	7.00	5.28
营业收入现金率[%]	162.39	150.99	151.44
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-19.73	-2.97	15.14
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.61	-5.38	6.21
EBITDA/利息支出[倍]	0.96	1.01	1.00
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.07	0.05

注：表中数据依据融侨集团经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

**附录五：**

**评级结果释义**

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。