信 用 等 级 公 告

联合评字[2015]236 号

天津融创置地有限公司：

联合信用评级有限公司通过对天津融创置地有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

天津融创置地有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

天津融创置地有限公司拟公开发行的2015年不超60亿元公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年六月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层
电话：010-85172818
传真：010-85171273
Http:// www. unitedratings.com.cn

天津融创置地有限公司
2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债信用等级：AA+

主体级别：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：发行总额不超过 60 亿元，采用分期发行，每期债券附超额配售选择权和品种间回拨选择权

本次债券期限：本次债券品种一为 5 年期（含第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权）；本次债券品种二为 5 年期

还本付息方式：按年付息、到期归还本金和最后一年利息

评级时间：2015 年 6 月 10 日

财务数据：

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	621.84	663.75	755.70	756.12
所有者权益(亿元)	101.27	131.29	168.22	168.40
长期债务(亿元)	81.61	88.68	79.28	60.97
全部债务(亿元)	179.23	146.34	143.97	154.76
营业收入(亿元)	205.58	261.12	160.68	5.04
净利润(亿元)	28.75	32.61	36.81	0.18
EBITDA(亿元)	38.54	44.46	48.29	--
经营性净现金流(亿元)	117.17	116.10	180.02	-58.45
营业利润率(%)	21.41	21.52	22.47	6.48
净资产收益率(%)	--	28.04	24.58	--
资产负债率(%)	83.71	80.22	77.74	77.73
全部债务资本化比率(%)	63.90	52.71	46.12	47.89
流动比率	1.43	1.40	1.31	1.22
EBITDA 全部债务比	0.22	0.30	0.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.21	3.34	3.03	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.64	0.74	0.80	--

注：1、2015 年 1 季度财务报告未经审计，相关指标未年化。
2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。
3、本报告中数据如无特别说明均为合并口径。
4、公司未对 2011 年报表追溯调整，2012 年涉及需要两年数据计算的相关盈利指标未计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对天津融创置地有限公司（以下简称“公司”或“融创置地”）的评级反映了公司作为国内知名的房地产开发企业，具有丰富的房地产开发经验，公司开发的地产项目品质较好，物业类型丰富，“融创”品牌知名度较高，公司土地储备规模适中，主营业务盈利能力较强。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等因素对公司经营形成的不利影响。

公司资产质量良好，发展思路清晰，土地储备、项目储备较为丰富，在建项目地理位置优越，随着在建项目的逐步结转，公司盈利能力有望持续增强，公司整体信用状况有望保持良好。

融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”）为公司控股股东，公司是融创中国境内主要资产的控股公司。融创中国资产规模较大，近年在所深耕的一、二线城市具有充足的土地储备，进一步巩固了公司在一、二线城市的优势地位，为公司未来发展提供了充足的土地储备。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，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．房地产行业未来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，未来房地产行业将会继续稳健发展。

2．公司聚焦并深耕的核心区域（京、津、沪、渝、杭）经济发展水平较高、经济活力较好、人口汇聚能力强，未来仍会有良好的提升

预期，公司将直接受益于上述区域的经济发展。同时，深耕少数区域战略便于公司整合资源、提升管理效率、控制风险。

3．公司在一二线城市的土地获取能力较强，土地素质较好，项目具有较好的盈利空间和较强的变现能力。同时，目前相对充足的土地储备，保证了公司未来 5 年稳定经营及健康发展的需要。

4．“融创”房地产品牌在国内具有较高的知名度，公司具有多年的房地产开发经验，在京、津、沪、渝、杭等城市成功操作了诸多高端房地产项目，树立了行业内的高端品牌形象，项目周转速度快, 公司整体经营稳健，业绩持续增长。

关注

1．目前国内房地产市场受宏观经济政策及行业政策的影响较大，宏观经济增速放缓，行业发展备受关注，行业竞争日趋加剧。

2．公司对外投资规模较大，以合作方式开发的项目在逐渐增多，投资收益波动对盈利水平的影响需要关注。

3．公司在开发、拟开发项目较多，需要关注公司未来销售表现及购地支出规模对现金流的影响。

分析师

刘　薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

李　晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@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.

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与天津融创置地有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与天津融创置地有限公司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，未因天津融创置地有限公司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公司相关资料主要由天津融创置地有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

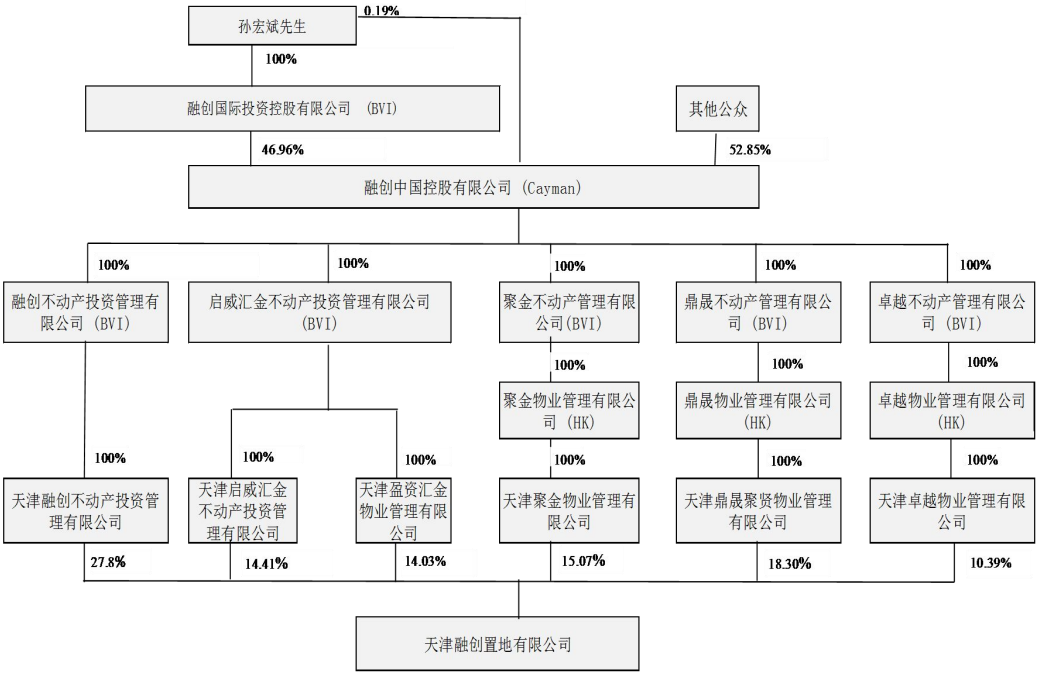
一、主体概况

天津融创置地有限公司（以下简称“融创置地”或“公司”）由天津顺驰发展有限公司与天津市政投资有限公司共同投资设立，于 2003 年 1 月 31 日经天津市工商行政管理局西青分局批准成立。公司初始注册资本人民币 20,000.00 万元，其中，天津顺驰发展有限公司和天津市政投资有限公司分别持有公司 50%的股权。

公司经历数次增资及股权变更，截至 2007 年 12 月 26 日，公司注册资本增加至 90,000.00 万元。其中，天津融创不动产投资管理有限公司出资 25,018.00 万元，持股比例 27.80%，天津启威汇金不动产投资管理有限公司出资 12,966.00 万元，持股比例为 14.41%；天津盈资汇金物业管理有限公司出资 12,626.00 万元，持股比例 14.03%；天津鼎晟聚贤物业管理有限公司出资 16,475.00 万元，持股比例为 18.30%；天津聚金物业管理有限公司出资 13,565.00 万元，持股比例为 15.07%；天津卓越物业管理有限公司出资 9,350.00 万元持股比例为 10.39%。

截至 2015 年 3 月底，公司注册资本及股东持股情况未有变化，公司实际控制人为孙宏斌先生。

图 1　截至 2015 年 3 月底公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产开发及商品房销售；物业管理；室内外装饰；自有房屋租赁；房地产信息咨询（不含中介）；企业管理信息咨询服务；建筑材料批发兼零售；货物进出口（国家法律法规禁止的除外）。

截至 2015 年 3 月底，公司本部下设发展部、研发中心、项目管理部、营销中心、融资管理部、财务管理部、成本管理部等 14 个职能部门（参见附件 1）；拥有 52 家子公司。截至 2015 年 3 月底，本公司及全资和控股子公司拥有在册员工 3,696 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 755.70 亿元，负债合计 587.48 亿元，股东权益（含少数

股东权益)168.22 亿元，其中归属于母公司权益合计 140.13 亿元。2014 年公司实现营业收入 160.68 亿元，净利润（含少数股东损益）36.81 亿元，其中归属于母公司净利润合计 35.63 亿元；2014 年公司经营活动现金流量净额为 180.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 59.46 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 756.12 亿元，负债合计 587.72 亿元，股东权益（含少数股东权益）168.40 亿元，其中归属于母公司权益合计 140.74 亿元。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 5.04 亿元，净利润（含少数股东损益）0.18 亿元，其中归属于母公司净利润 0.61 亿元；2015 年 1~3 月公司经营活动现金流量净额为-58.45 亿元，现金及现金等价物净增加额-68.69 亿元。

公司注册地址：天津市西青区经济开发区七支路 8 号 506、507 室；法定代表人：汪孟德。

二、本次债券概况

1．本次债券概况

本次债券名称为“天津融创置地有限公司 2015 年公司债券”，本次债券预计发行规模为不超过人民币 60 亿元（含 60 亿元），采用分期发行，每期债券附超额配售选择权和品种间回拨选择权。本次债券分两个品种，品种一为 5 年期（含第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权）；品种二为 5 年期。股东会授权董事会在发行前根据市场情况和公司资金需求情况确定本次发行的公司债券的具体期限构成和各期限品种的发行规模。

本次债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与联席主承销商按照市场情况确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本。

2．本次债券募集资金用途

经公司董事会会议审议通过，并经股东会批准和授权，在考虑资金需求量、融资渠道及成本等各方面因素的情况下，本次债券所募资金拟用于偿还金融机构借款，剩余部分用于补充公司的营运资金，以有效支持公司业务发展和满足日常营运资金需求。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务。房地产行业在国民经济中具有关联度高、带动性强的特点，是国民经济的支柱性行业。

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。

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，负债较高、风险较高、波动性较大。房地产行业为资金密集型行业，往往要承担较多的债务。而房地产业的市场竞争激烈，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，与政府宏观政策关系密切。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，都不可避免地与政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产行业发展趋势来看，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。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月,一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增加16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。

2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看，2014年，全国房地产开发投资95,036亿元，比上年名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比1~11月份回落1.4个百分点，比2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资64,352亿元，增长9.2%，增速比1~11月份回落1.3个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014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%，增速比1~11月份回落0.9个百分点。其中，住宅施工面积515,096万平方米，增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米，下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。其中，住宅新开工面积124,877万平方米，下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%，增速回落2.2个百分点。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

2015年1~3月份，全国房地产开发投资16,651亿元，同比名义增长8.5%（扣除价格因素实际增长9.5%），增速比1~2月份回落1.9个百分点。其中，住宅投资11,156亿元，增长5.9%，增速回落3.2个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%。2015年1~3月份，房地产开发企业房屋施工面积584,018万平方米，同比增长6.8%，增速比1~2月份回落0.8个百分点。其中，住宅施工面积407,714万平方米，增长3.7%。房屋新开工面积23,724万平方米，下降18.4%，降幅扩大0.7个百分点。其中，住宅新开工面积16,791万平方米，下降20.9%。房屋竣工面积16,994万平方米，下降8.2%，降幅收窄4.7个百分点。其中，住宅竣工面积12,392万平方米，下降10.9%。

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，2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。

2．市场供需

（1）土地供应状况

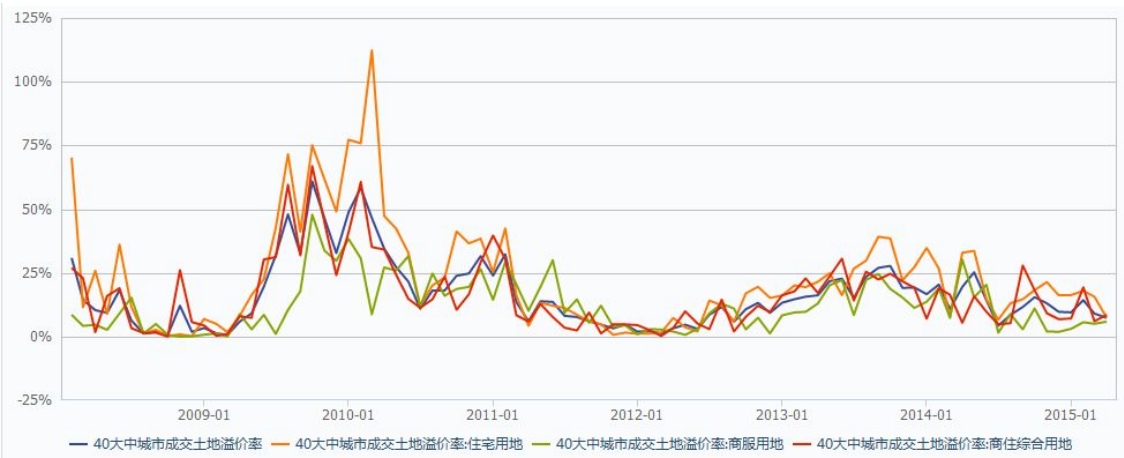
土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

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%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。截至2014年12月末，全国40个大中城市土地出让溢价率为9.55%，较上年末（为16.71%）下降近7.16个百分点；主要城市楼面地价3,522元/平方米，较上年末（为3,349元/平方米）增长了5.17%。

图 2　2009 年以来全国 40 个大中城市土地成交溢价率（单位： %）



资料来源：wind 资讯

值得关注的是，2014 年，在全国土地市场低迷，供需矛盾突出的背景下，房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归，从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示，一线城市的住宅地块的出让金额高达 3,438 亿元，主要原因是楼面地价的上涨。相比 2013 年，2014 年一线城市土地推出面积和成交均下降，同比分别减少 26%、27%；与此同时，楼面均价却高达为 7,705 元/平方米，同比上涨 41%。，一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014 年北京土地市场供需下降，其中推地面积同比减少 44%；成交面积同比减少 42%，但 2014 年北京土地出让金总额达 1,917 亿元，创历史新高，其中宅地出让金额为 1,311 亿元，占总额的 68%。

相比一线城市和三四线城市，二线城市供求量跌幅相对最小，土地出让金同比减少 28%，土地溢价率仅为 8%，同比下降 8 个百分点。而三四线城市供求量和土地出让金均领跌，其中推出土地面积同比减少 26%；土地成交面积同比减少 36%；土地出让金仅为 7,538 亿元，同比减少 37%。

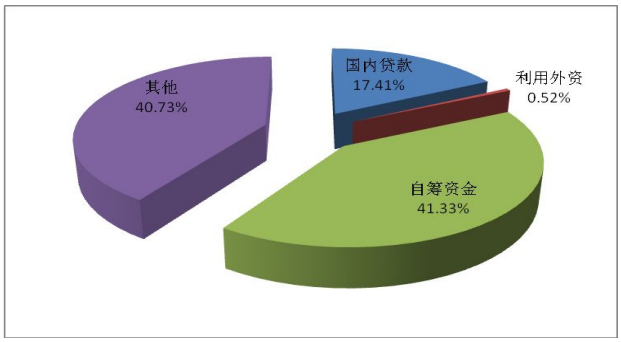
截至2015年3月末，全国40个大中城市土地出让溢价率为7.40%，较上年末（为19.50%）下降近12.1个百分点。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013 年以来由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，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

2008 年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。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%，1~11 月份为增长 0.6%，2013 年为增长 26.5%。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%。

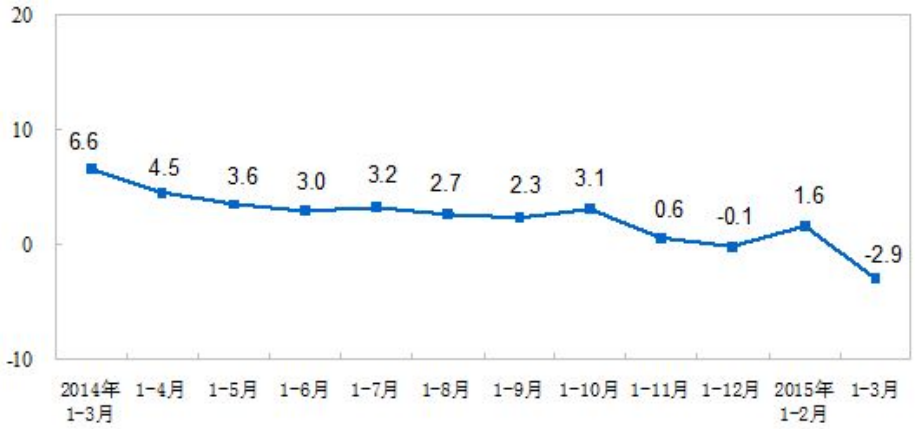
图 3　2014 年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015 年 1~3 月份，房地产开发企业到位资金 27,892 亿元，同比下降 2.9%，1~2 月份为增长 1.6%。其中，国内贷款 5,845 亿元，下降 6.1%；利用外资 93 亿元，增长 11.3%；自筹资金 11,214 亿元，增长 1.1%；其他资金 10,739 亿元，下降 5.2%。在其他资金中，定金及预收款 6,260 亿元，下降 8.4%；个人按揭贷款 3,194 亿元，增长 1.0%。

图 4　全国房地产开发企业本年资金到位增速　（单位：%）



资料来源：国家统计局

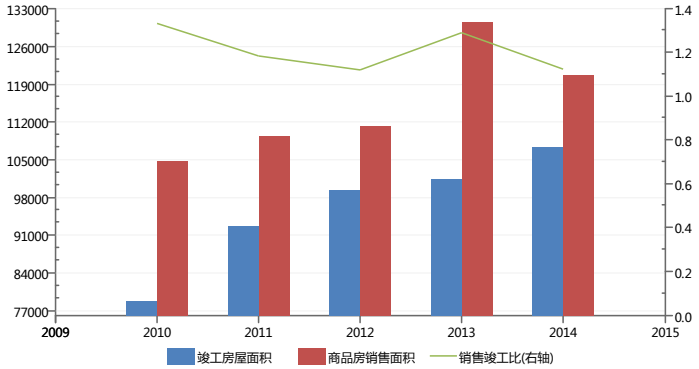
总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

（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。2012 年全国房地产开发企业房屋施工面积 57.34 亿平方米，比上年增长 13.2%；房屋新开工面积 17.73 亿平方米，下降 7.3%；房屋竣工面积 9.94 亿平方米，增长 7.3%；其中，住宅竣工面积 79,043 万平方米，增长 6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积 11.13 亿平方米，比上年增长 1.8%；其中，住宅销售面积增长 2%，办公楼销售面积增长 12.4%，商业营业用房销售面积下降 1.4%。商品房销售额 6.45 万亿元，增长 10%；其中，住宅销售额增长 10.9%，办公楼销售额增长 12.2%，商业营业用房销售额增长 4.8%。2013 年统计数据显示，房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.0%，增速下降 0.5 个百分点；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，下降 0.4%。2013 年，商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.3%，增速较上年回落 0.5 个百分点。2013 年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 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，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

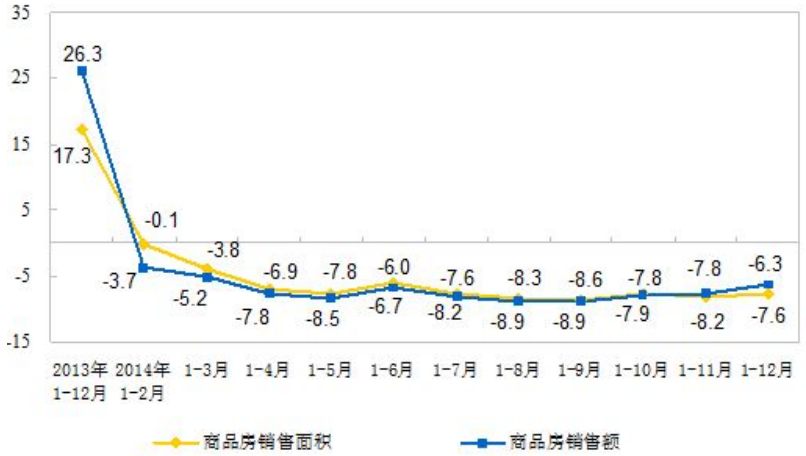
2015 年 1~3 月份，商品房销售面积 18,254 万平方米，同比下降 9.2%，降幅比 1~2 月份收窄 7.1 个百分点。其中，住宅销售面积下降 9.8%，办公楼销售面积下降 23.3%，商业营业用房销售面积增长 5.4%。商品房销售额 12023 亿元，下降 9.3%，降幅比 1~2 月份收窄 6.5 个百分点。其中，住宅销售额下降 9.1%，办公楼销售额下降 26.5%，商业营业用房销售额增长 1.8%。

图 5　2010~2014 年全国商品住宅供求情况　（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局，联合评级整理
注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

图 6　全国商品房销售面积和销售额增速情况　（单位：%）



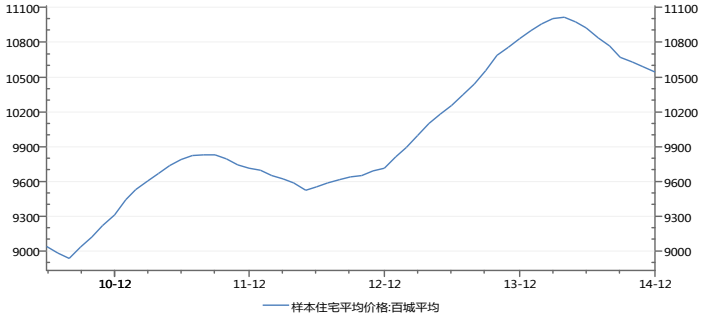
资料来源：国家统计局

总的来看，在经历了几年来的景气后，2014 年以来，随着限购限贷等政策的逐步产生效果，行业增速放缓、景气度有所下降。

（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、杭州、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。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，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，如下图所示。

图 7　近年来年全国百城住宅平均价格情况　（单位：%）



资料来源：wind 资讯

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，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

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 17.49%和 23.49%，分别提高了 4.22 个和 5.24 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 10.26%和 13.51%，分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表 1　2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

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，万科、绿地等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2　2015 年 3 月发布的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	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	**8**	**融创中国控股有限公司**
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
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。

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，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

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20日，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，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。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。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

2013 年，房地产调控进一步升级。2013 年 2 月 20 日，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，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。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。

表 3　2009 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
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	央行多次降息，多地取消限购
2015 年 2 月	央行降息
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

2014 年以来，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。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014 年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46 个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

进入 2015 年，国家房地产调控政策相继出台。2 月 28 日，央行决定自 2015 年 3 月 1 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。3 月 30 日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。在目前国家政策依然支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预计房地产市场仍将保持平稳健康发展。

5．行业关注

房地产行业处于调整周期，行业风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。国内房地产市场的持续低迷，房地产企业销售全面下降，流动性风险增加，会让金融机构对房地产企业贷款更为谨慎甚至于收缩。而且受早期房地产暴利以及房地产调控政策影响，房地产企业在国内的融资很大一部

分通过包括信托在内的影子银行实现，融资成本居高不下；而当前一旦遭遇销售不畅，很容易造成资金链断裂及风险暴露。

我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，我国老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的下一代将可能继承多套房产，届时房地产将严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将会大幅下跌，这将不利于房地产行业的长期发展。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及人口增速降低带来的不确定性风险。未来房地产行业发展面临一定的压力。

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的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014 年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线及部分二线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致三、四线城市房价下行压力较大。

四、基础素质分析

1．规模与竞争力

融创置地成立至今已发展成为一家主营中、高端房地产开发、营销、服务于一体的大型知名企业，在京、津、沪、渝、杭等地拥有 50 余家子公司及孙公司，主营产品涵盖中、高端住宅、别墅、商业、写字楼等多种业态，拥有房地产开发壹级资质。融创置地是国内较早从事中、高端商

品房项目开发的企业之一，在土地开发和中高端住宅建设方面积累了丰富的经验。代表项目包括天津的时代奥城、海逸长洲、上谷商业中心、星美御、王府壹号，重庆的奥林匹克花园，北京西山壹号院、禧福汇、长滩壹号，上海的黄浦湾、玉兰花园，杭州的杭州印等中高端精品住宅项目。截至 2015 年 3 月底，公司开发的房地产项目建筑面积总和超过 1,000 万平方米。作为 2014 中国房地产开发企业稳健经营、综合发展前 10 强企业，公司始终把产品质量、品质放在第一位，建立了较为严格的质量管理体系，公司开发的项目获得国家多项知名大奖。

总体看，公司作为国内较有实力和影响力的房地产企业之一，公司品牌具较高的影响力，所开发楼盘品质较高。

2．人员素质

公司现有董事 7 名，高级管理人员 4 名，其中总经理 1 人、财务总监 1 人、副总经理 2 人，监视 1 名，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

董事

公司董事长兼总经理汪孟德先生，于 2006 年加入融创中国，现任融创中国执行总裁，曾任融创中国财务总监及副总裁。汪先生在加盟融创中国及本公司之前，曾于 2005 年至 2006 年担任顺驰中国控股有限公司运营总监及财务总监、2003 年至 2005 年任顺驰中国控股有限公司附属公司华东地区总经理。汪先生于 1997 年毕业于南开大学审计专业，获学士学位。

公司董事迟迅先生于 2004 年加入融创中国，现任融创中国天津区域公司总经理，曾任天津融创置地有限公司副总经理、总经理。迟先生在加盟融创中国及本公司之前，任职于多家房地产企业，主要负责项目发展、设计及销售的工作。迟先生于 1997 年毕业于哈尔滨建筑大学，获建筑学学士学位。

公司董事田强先生于 2007 年加入融创中国，现任融创中国上海区域公司总经理，曾任天津星美御项目副总经理、苏南区域公司总经理。田先生在加盟融创中国及本公司之前，于 2002 年至 2007 年期间在顺驰中国控股有限公司担任项目销售经理、销售副总经理及总经理。田先生于 1999 年毕业于天津城市建设学院管理工程系，获工学学士学位。

公司董事马志霞女士于 2003 年加入融创中国，现任融创中国副总裁，主管研发设计、营销及成本管理工作，曾任融创置地副总经理及总经理。马女士于 1995 年毕业于南开大学，获经济学学士学位。

公司董事黄书平先生于 2007 年加入融创中国，现任融创中国副总裁、融创中国首席财务官，曾任资本运作中心总经理及行政总裁助理。黄先生加盟融创中国及本公司前，曾于 2005 年至 2007 年期间担任顺驰中国控股有限公司总裁助理、2004 年至 2005 年期间担任首创证券有限公司资产管理部项目经理。黄先生于 2003 年毕业于厦门大学，获经济学学士学位，并于 2004 年取得利物浦大学金融硕士学位。

公司董事陈恒六先生于 2006 年加入融创中国，现任融创中国杭州区域公司董事长，曾任融创中国副总裁。陈先生在加盟本公司之前，曾于联想集团有限公司、中科实业集团（控股）有限公司及新浪网任职。陈先生于 1982 年获得北京师范大学物理系理学学士学位，并于 1985 年获得中国科学技术大学研究生院理学硕士学位。

公司董事刘垚先生加入本公司之前，曾任职于上海禹杉投资管理有限公司。自 2011 年至今任职于华融融德资产管理有限公司，负责投资业务工作。刘先生 2006 年毕业于浙江大学金融专业，获学士学位。2008 年毕业于加拿大渥太华大学经济学专业，获硕士学位。

高级管理人员

公司财务总监曹鸿玲女士，于 2007 年加入融创中国，现任融创中国集团本部融资管理部和财务管理中心总经理，同时自 2015 年初起担任本公司财务总监。曹女士在加盟融创中国及本公司之前，曾任顺驰中国控股有限公司天津区域财务部负责人、顺驰中国控股有限公司集团财务管理中心经理。曹女士 1998 年毕业于天津财经大学会计专业，获学士学位。

公司副总经理路鹏先生，于 2003 年加入融创中国，现负责融创中国集团本部项目管理和集团采购管理工作，同时自 2015 年初起担任本公司副总经理。其曾任重庆奥林匹克花园项目总经理、重庆亚太商谷项目总经理、天津海河大观项目总经理、天津泰达项目总经理。路先生 1999 年毕业于天津大学焊接工艺及设备专业，获学士学位。

公司副总经理薛雯女士，于 2004 年加入融创中国，现任融创中国集团本部法律事务部、人力资源部、行政管理部总经理，同时自 2015 年初起担任本公司副总经理。薛女士在加盟融创中国及本公司之前，曾先后就职于中国华联律师事务所、瑞宁律师事务所，从事职业律师工作。薛女士 1996 年毕业于中国政法大学国际经济法专业，获学士学位。

监事

公司监事刘淑青女士于 2004 年加入融创中国，现任融创中国集团本部风险管控中心总经理，主要负责集团内部审计及信息化系统管理工作，曾任天津融创置地有限公司财务部经理。刘女士 1999 年毕业于北京物资学院会计专业，获学士学位。

截至 2015 年 3 月底，本公司及全资和控股子公司拥有在册员工 3,696 人，按教育程度分类，研究生及其以上学历占比 14%，本科学历员工占 64%，本科以下学历占 22%。

总体来看，公司管理团队稳定性好，具有丰富的从业经验；公司员工素质能够满足目前经营需要。

3．区域经济及房地产情况

公司目前营业收入主要来自房地产开发销售以及持有物业，从地区来看，营业收入主要集中在天津市、上海市、重庆市和北京市，因此公司业务经营受天津市、上海市、重庆市和北京市区域经济发展情况和房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。

近年来，我国房地产市场整体进入调整周期，但不同城市出现分化。三四线城市房地产库存高企，房地产市场继续处于较低景气区间，而以上海、北京、重庆为代表的一二线城市由于集中了优质服务资源而持续吸引外来人口进入，其房地产市场需求保持稳定增长。

2014 年北京市经济发展概况及房地产市场情况

据《北京市2014年国民经济和社会发展统计公报》显示，2014年北京年实现地区生产总值21,330.8亿元，比上年增长7.3%。全市完成地方公共财政预算收入4,027.2亿元，比上年增长10.0%；地方公共财政预算支出4,510.5亿元，增长8.1%。

2014年，北京市全年完成全社会固定资产投资7,562.3亿元，比上年增长7.5%；全年完成房地产开发投资3,911.3亿元，比上年增长12.3%。其中，住宅投资1,962亿元，增长13.8%；写字楼投资750.2亿元，增长22.6%；商业、非公益用房及其他投资1,199.1亿元，增长4.5%。

2014年，北京市全年城镇居民人均可支配收入达到43,910元，比上年增长8.9%；扣除价格因素后，实际增长7.2%。农村居民人均纯收入达到20,226元，比上年增长10.3%；扣除价格因素后，实际增长8.6%。城镇居民人均消费性支出达到28,009元，增长6.6%。随着居民收入水平继续稳定的提高，将使更多住房潜在需求转化为有效需求。

2014 年北京土地市场共有 141 宗土地实现成交，较 2013 年减少 73 宗。土地出让面积合计 1,295.3 万平方米，规划总建筑面积 1,663 万平方米，相比去年分别减少 37%、29%。虽然成交土地宗数与面积同比均有所减少，但土地市场受地价快速上行的影响，2014 年北京土地出让金总金额再创有史以来新高，1,916.9 亿元的成交总金额较 2013 年高出了 95 亿元。

从成交量和成交均价来看，2014 年，北京房地产市场受观望情绪和供应增加的叠加因素影响，成交量大幅下降，价格快速上涨。第四季度，随着限贷政策的放松，成交量虽然有所恢复，但价格上涨幅度趋缓。全年北京市商品住宅销售面积和销售金额分别为 1,141 万平方米和人民币 2,102 亿元，同比分别下降 16.3%和 13.6%，平均售价为人民币 18,422 元/平方米，较上年同期上升 3.2%。

根据北京市统计局的数据，2014 年，北京市完成房地产开发投资 3,911.3 亿元，比 2013 年增长 12.3%。其中，住宅投资完成 1,962 亿元，增长 13.8%；写字楼投资完成 750.2 亿元，增长 22.6%；商业、非公益用房及其他投资完成 1,199.1 亿元，增长 4.5%。2014 年，全市商品房新开工面积为 2,502.8 万平方米，比上年下降 30%。其中，住宅新开工面积为 1,304 万平方米，下降 24.9%；写字楼为 444.4 万平方米，下降 33.8%；商业、非公益用房及其他为 754.4 万平方米，下降 35.5%。2014 年，全市商品房竣工面积为 3,054.1 万平方米，比上年增长 14.5%。其中，住宅竣工面积为 1,804.3 万平方米，增长 6.6%；写字楼为 387.5 万平方米，增长 41.9%；商业、非公益用房及其他为 862.3 万平方米，增长 23%。

总体看，由于集中了全国的优质服务资源，吸收了大量人口流入，北京房地产市场景气度较高，保持了稳定发展。

2014 年上海市国民经济运行情况及房地产情况

2014年上海经济保持平稳增长，第三产业比重进一步提升，固定资产投资增速回落，地方财政收入增长较快，货币信贷增长放缓。

根据上海市统计局 2015年01月23日公布的数据：初步核算，全年全市生产总值23,560.94亿元，按可比价格计算，比上年增长7%，增速比上年回落0.7个百分点。其中，第一产业增加值124.26亿元，增长0.1%；第二产业增加值8,164.79亿元，增长4.3%；第三产业增加值15,271.89亿元，增长8.8%。第三产业增加值占全市生产总值的比重达到64.8%，比上年提高1.6个百分点。全年全市固定资产投资总额6,016.43亿元，比上年增长6.5%，增速比上年回落1个百分点。从主要领域看，城市基础设施投资1,057.25亿元，比上年增长1.3%；房地产开发投资3,206.48亿元，增长13.7%；工业投资1,156.44亿元，下降6.5%。全年全市地方财政收入4,585.55亿元，比上年增长11.6%，增速比上年提高1.8个百分点。全年完成房地产开发投资3,206.48亿元，比上年增长13.7%。其中，住宅投资1,724.65亿元，增长6.8%；办公楼投资534.77亿元，增长41.8%；商业营业用房投资457.92亿元，增长23.8%。商品房施工面积14,690.18万平方米，增长8.7%。竣工面积2,313.29万平方米，增长2.6%。商品房销售面积2,084.66万平方米，下降12.5%，其中，商品住宅销售面积1,780.91万平方米，下降11.7%。全年商品房销售额3,499.53亿元，下降10.5%，其中，商品住宅销售额2,923.44亿元，下降10.4%。全年存量房买卖登记面积1,586.14万平方米，下降38.4%。

总体看，2014年上海市经济保持平稳增长，第三产业比重进一步提升，随着人均收入不断提高，住房消费需求有望回升。

天津市国民经济运行情况及房地产情况

2014年天津市经济运行总体平稳，转型发展成效初显，财政税收增势良好。

根据天津市统计局 2015年01月21日公布的数据显示，初步核算，2014年全市生产总值

15,722.47亿元，按可比价格计算，比上年增长10.0%。分三次产业看，第一产业增加值201.53亿元，增长2.8%；第二产业增加值7,765.91亿元，增长9.9%，其中工业增加值7,083.39亿元，增长10.0%；第三产业增加值7,755.03亿元，增长10.2%，占全市生产总值的比重达到49.3%，比上年提高1.2个百分点。财政税收增势良好。全年一般公共预算收入2,390.02亿元，增长15.0%。其中，税收收入1,486.55亿元，增长13.5%，比重达到62.2%。从主体税种看，增值税252.80亿元，增长11.9%；营业税478.47亿元，增长12.6%；企业所得税234.69亿元，增长15.1%。

近三年，天津市房地产业总体发展较快。从房地产开发投资增速来看，虽然受限购政策影响，天津市房地产开发投资增速有所下降，但仍保持较高水平。2012~2014年，天津市房地产开发投资分别为1,260.00亿元、1,480.82亿元和1,699.65亿元，同比增长分别为16.7%、17.5%和14.8%。

2014年，天津市土地市场总体延续“量降质升”态势。天津经营性土地市场供应量及成交量较2013年均有所下降，土地供应961.1万平米，环比下降33%；成交937.0万平米，环比下降31%；土地总成交金额687亿元，环比下降2%；成交均价4,314元/平米，环比上涨35%。2014年，天津土地供应量延续近4年逐年下降的趋势，其中居住类地块为市场供应主力，供应占比为53%；综合用地占比较2013年增长15个百分点，占比达到23%。远郊区县仍为土地供应量最大的区域，市内六区供应量占比达到历史高点。

2014年，天津商品住宅新增供应量为1,428万平米，环比上升5%，较近5年平均供应量高出6%。新增供应量最多的区域为武清区、西青区和津南区。2014年，天津商品住宅成交量为1,062万平米，虽环比下滑18%，但仍居近5年来第二高位，仅次于2013年。主力成交区域依然是武清区、津南区和西青区，成交量均在100万以上，分别占全市总成交量的18%、12%和10%。

从全年价格走势来看，受传统淡季、“蓝印”政策取消、产品结构变更、政策利好等诸多因素影响，价格呈现“先抑后扬”的态势。2014年，天津商品住宅市场成交均价为10,639元/平米，环比微降0.5%，与2013年基本持平，近10余年来，天津房价首次未现增长。由于远郊区县成交占比上升至首位，占全市总成交量的32%，致使全市整体均价略有所回落。然而，市内六区凭借其配套完善、交通便利等优势，2014年价格稳涨，成交均价攀升至2.2万元/平米，环比增长11%，持续两年保持两位数的增长。

总的来看，2014年，天津房地产政策关键字为“放开”、“取消”政策的实施对于天津房地产市场产生了较为明显的影响。伴随着天津自贸区落地、京津一体化发展等一系列相关政策的出台，预计未来天津楼市将会获得更加广泛的发展空间。

2014 年重庆市国民经济运行情况及房地产情况

2014年，重庆市委、市政府大力实施五大功能区域发展战略，全面深化改革开放，着力稳增长、调结构，在转型发展中提质增效，重庆市经济呈现出稳中向好的良好态势。

根据重庆市统计局2015年1月20日公布的数据：初步核算，2014年重庆市实现地区生产总值14,265.40亿元，同比增长10.9%，较全国高3.5个百分点。分产业看，第一产业增加值1,061.03亿元，增长4.4%；第二产业增加值6,531.86亿元，增长12.7%，其中工业增加值5,175.80亿元，增长12.3%；第三产业增加值6,672.51亿元，增长10.0%。全市非公经济实现增加值8,750.14亿元，增长11.1%，占GDP的比重为61.3%。

全年房地产开发投资3630.23亿元，同比增长20.5%。商品房新开工面积6,254.04万平方米，同比下降18.2%；施工面积28,623.93万平方米，同比增长9.0%；竣工面积3,717.78万平方米，同比下降2.3%；商品房销售面积5,100.39万平方米，同比增长5.9%，其中住宅销售面积4,423.68万平方米，同比增长1.5%。

总体看，2014年重庆市经济运行总体平稳，稳中向好。2015年，国家“一带一路”和长江经济带战略实施，给予了重庆开放开发新的战略机遇，加之全市五大功能区域战略的深入推进，全面深化改革任务的落实，各项红利将继续释放，重庆经济增长有望继续保持稳中向好的良好态势，为当地房地产市场发展提供了较好的外部环境。

2014 年杭州市和无锡市经济发展概况

2014年，杭州实现地区生产总值9,201.16亿元，比上年增长8.2%。全年完成财政总收入1,920.11亿元，比上年增长10.7%，其中地方一般公共预算收入1,027.32亿元，增长8.7%。2014年，杭州完成房地产开发投资2,301.08亿元，比上年增长24.2%；房屋施工面积10,504.80万平方米，增长12.6%；竣工面积1,501.64万平方米，增长28.1%。全年商品房销售面积1,121.13万平方米，下降1.6%，其中住宅销售950.73万平方米，下降1.9%。杭州房地产市场商品住宅成交面积和金额分别为953万平方米和人民币1,337亿元，同比分别下降1.7%和6.0%，商品住宅成交均价达到人民币14,035元/平方米，较2013年下降4.4%。

2014年无锡实现地区生产总值8,205.31亿元，同比增长8.2%。无锡实现财政公共财政预算收入768.01亿元，同比增长8.0%。从房地产销售情况看，商品房销售速度下降。2014年商品房销售面积862.50万平方米，同比下降5.2%，商品房实现销售额651.20亿元，同比下降9.0%。2015年1~3月，无锡实现地区生产总值1,839.31亿元，同比增长7.0%。1~3月无锡实现地区生产总值1,839.31亿元，同比增长7.0%。第三产业投资中房地产投资254.58亿元，同比下降7.5%。

总体看，公司主要项目所处地理位置优越，地区经济活力较好，住宅消费能力较强。

4．股东背景

公司控股股东融创中国是一家于2010年在香港联交所上市的专业从事住宅及商业地产综合开发的企业（股票代码：HK.01918），融创中国采取区域聚焦和高端精品发展战略。迄今，在京、津、沪、渝、杭拥有众多处于不同发展阶段的项目，产品涵盖高端住宅、别墅、商业、写字楼等多种物业类型。融创中国专注于高端物业的开发和管理，以“至臻，致远”为品牌方向，持之以恒的为客户专注打造高端精品物业。融创中国先后荣膺“2012中国房地产上市公司经营绩效5强”、“2012中国最具影响力房地产企业”、“2013年中国房地产上市公司排行榜第10名”“2014中国房地产上市公司综合实力10强”、“2014中国房地产上市公司H股10强”，根据中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布的2015年3月中国房地产开发公司测评前10强企业，融创中国荣获 “2015中国房地产开发公司测评第8名”等诸多荣誉。公司作为融创中国在境内主体，近年公司经营和收入规模占到融创中国80%以上。

截至 2014 年底，融创中国合并资产总额 1,123.62 亿元，总负债 913.79 亿元，股东权益合计 209.83 亿元，其中普通股东权益合计 163.53 亿元。2014 年融创中国实现营业收入 250.72 亿元，归属于普通股东净利润 32.22 亿元。

2014 年，虽然房地产行业整体承压，但得益于长期坚持深耕一二线核心城市的发展战略，融创中国经营业绩仍继续保持了稳定的增长。从房地产业务销售数据来看，2014 年，融创中国实现合约销售金额 715.5 亿元（其中，合同销售金额为 658.5 亿元，预订销售金额为人民币 57.0 亿元），同比增长 31%，合约销售面积约 339.2 万平方米，合约销售均价约为人民币 21,090 元/平方米。2014 年，归属于融创中国的权益合约销售金额为 423.5 亿元，权益合同销售金额为 394.6 亿元。

2014 年，融创中国销售业绩在所深耕的各个城市销售排名均位居前列：在天津、上海、重庆、无锡的销售金额均位居榜首，北京排名第四，杭州及苏州排名第五。经营业绩保持稳定的同时，

融创中国的流动性持续增强，截至 2014 年底，融创中国账面现金达到人民币 250.41 亿元。

从土地获取情况来看，2014 年融创中国在北京、天津、上海、重庆、杭州和苏州等一二线城市，通过挂牌出让、收购等方式，获取了十余幅土地，补充土地储备(占地面积)约 132 万平方米，规划地上建筑面积合计 255 万平方米，其中权益土地储备（建筑面积）合计 143 万平方米，截至 2015 年 3 月底，融创中国合计土地储备（建筑面积）共计 2,337 万平方米，其中权益土地储备（建筑面积）共计 1,351 万平方米。

总体看，融创中国坚持聚焦在所深耕的北京、天津、上海、重庆、杭州等城市，获取了多幅价格合适的优质土地，公司作为融创中国境内主体，进一步巩固了公司在这些城市的优势地位，为公司未来发展提供了充足的土地储备。

五、公司管理

1. 公司治理

根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构，设立了股东会、董事会、监事和经营管理机构，明确了决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。

股东会是公司权力机构，董事会是公司的常设决策机构，董事会向股东会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东会审议。目前公司董事会由 7 名董事组成。

公司的日常经营活动和管理机构由总经理负责。公司总经理由董事会聘任，目前公司董事长兼任公司总经理。总经理在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。

公司不设监事会，设监事 1 名，负责公司的监督机构，负责对公司董事、高级管理人员的行为及公司财务及运营方面进行监督。

总体看，公司法人治理结构完善，董事会的工作流程规范，在实际工作中认真贯彻执行，实际运行情况良好。

2. 管理体制

根据发行人法人治理结构和公司章程规定，在结合实际情况的基础上，公司设置了相关的 14 个业务管理部门（详见附件 1）。公司通过一系列制度流程的建设，实现对日常业务管理的制度化和规范化，以保障业务目标有效达成并确保对风险的防范。公司每年定期更新各项管理制度，以不断完善并适应公司业务发展的需要。

内控管理制度

公司由风险管控中心负责对公司及所辖全资和控股子公司的制度管理、信息化管理、内部审计监察等工作。公司制定了权责体系和制度修订管理制度、内部审计制度、举报投诉制度、审计处罚规定、员工职业道德准则、信息系统流程和权限管理制度等。风险管控中心通过对公司本部职能部门及子公司业务操作和制度执行情况的检查、独立审计、以及内外部投诉举报，将审计检查工作结果直接汇报给董事会，以确保审计的独立性和客观性。审计工作在查处问题的同时，还会对公司整体内控制度的建设与完善情况提出建议和要求，预警并防范经营风险。

财务会计及资金管理制度

公司由财务管理中心和融资管理部负责对公司及所辖全资和控股子公司经营计划、税务、资金、融资审批以及日常会计核算等相关工作的管理。公司根据《会计法》的相关规定，制定了公

司内部会计核算手册和各项财务管理规定，从经营计划管理、税务管理、资金划拨管理、融资审批管理、收付款管理、费用预算管理、会计核算等多方面，对内部财务行为进行要求和规范，并作为对公司所辖全资和控股子公司财务人员考核和评价的依据。

主要业务管理制度

公司针对各项业务，均制定了相应的内部管理制度，包括发展工作管理制度、项目启动会管理制度、销售资源及价格管理制度、目标成本及动态成本管理制度、采购招标管理制度、项目进度计划管理制度、品质检查及验收管理制度、物业管理制度等等。公司通过上述制度的制定与下发，对所辖全资和控股子公司从项目获取、启动、销售、开发、入住、物业管理等各个业务环节，明确和规范了相应的审批权限、管理要求和工作标准。

信息披露管理制度

公司由投资者关系部负责对外信息披露管理及与投资者日常沟通工作。本次债券上市发行后，公司将遵循真实、准确、完整、及时的信息披露原则，加强社会公众对公司的监督作用。公司依据《公司法》、《证券法》等相关法律的规定和《债券受托管理协议》的约定，制定了《信息披露与投资者关系管理制度》，通过对重大事项信息的披露，以使公司的偿债能力、募集资金使用等情况受到债券持有人、债券受托管理人和股东的监督，防范偿债风险，切实维护广大投资者的利益；同时公司确保加强与投资者和潜在投资者之间的信息沟通，规范投资者的接待和关系维护工作的流程，促进并保障与投资者之间持续良好的关系。

总体来说，公司财务和内控制度比较全面、完善和规范，在防范风险的同时，能够有利于确保各子公司和各业务部门的高效运转。

六、经营分析

1．经营概况

公司从事房地产的开发与销售，主要产品包括住宅、附属或配套商业等。

近三年公司归属于母公司的净利润在逐年稳定递增，但营业收入和投资收益波动相对较大，主要是在我国房地产市场由快速增长转变为平稳发展的大环境下，公司为降低经营风险，近年来采用合作开发项目的方式在逐渐增多，通过股权投资的形式与合作方成立联营、合营公司共同开发项目（详见长期股权投资分析），因此公司对该部分项目产生的收益，不能通过合并报表（以下简称“并表”）口径的营业收入体现，而是通过投资收益体现在公司的净利润中。

近三年公司主营业务收入分别为205.52亿元、256.33亿元和150.20亿元，呈波动下降态势。2013年公司新增加的竣工物业项目王府壹号、伊顿庄园、苏州御园的结转使得2013年营业收入为近三年峰值；进入2014年，随着上海黄浦湾、上海玉兰花园、北京西山壹号院等重要项目的物业销售收入结转完毕，使得2014年主营收入大幅下滑。

公司近年与知名房地产企业合作开发项目较多，近三年投资收益增长显著，分别为-0.43亿元、1.78亿元和21.38亿元，投资收益规模较大，使得近三年营业利润规模呈现波动上升态势，分别为34.67亿元、42.77亿元和42.05亿元，年均复合增长率为10.13%，净利润亦呈现稳定增长态势，分别为28.75亿元、32.61亿元和36.81亿元，年均复合增长率为13.15%。2014年，公司实现净利润36.81亿元，其中投资收益21.38亿元，占到净利润的50%以上，主要是对北京方兴融创房地产开发有限公司、天津保利融创投资有限公司、上海葛洲坝绿融置业有限公司、北京保利融创房地产开发有限公司和重庆业晋房地产开发有限公司等合营联营企业按权益法产生的投资收益，近年投资收益对公司盈利规模产生了积极的影响，公司整体盈利能力得以保持在较好水平。

表 4　2012 年~2014 年并表公司营业收入、成本及毛利情况（单位：亿元）

项目	2012 年				2013 年				2014 年			
	收入	收入占比	成本	毛利率	收入	收入占比	成本	毛利率	收入	收入占比	成本	毛利率
主营业务	205.52	99.97%	138.62	32.55%	256.33	98.16%	178.42	30.40%	150.20	93.48%	110.59	26.37%
其他业务	0.07	0.03%	0.05	31.89%	4.79	1.84%	3.30	31.06%	10.48	6.52%	0.15	98.59%
合计	205.58	100.00%	138.67	32.55%	261.12	100.00%	181.72	30.41%	160.68	100.00%	110.73	31.08%

资料来源：公司审计报告，其他主要指物业管理业务。

从主营构成来看。房地产销售收入是公司主营业务收入最重要的来源，近三年占比均在90%以上，2014年其占主营业务收入比重为93%以上。

从盈利情况来看，受房地产行业逐步告别粗放式增长而进入深度调整周期影响，近三年，公司房地产综合毛利率基本持平，均保持在30%以上。

近三年公司主营业务毛利率逐年下降，分别为32.55%、30.40%和26.37%，主要是受成本上升、资本化利息金额增长等因素共同影响所致，近三年，公司分别实现主营业务毛利66.89亿元、77.91亿元和39.61亿元。考虑公司房地产项目多为中高端楼盘，其毛利水平相对较高。

2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 5.04 亿元，实现净利润 0.18 亿元；并表公司与非合并报表（以下简称“非并表”）公司，暨合营、联营公司合计实现签约销售面积 24.29 万平方米，签约销售金额 59.11 亿元；其中权益签约销售面积 14.00 万平方米，签约销售金额 30.60 亿元；并表公司实现签约销售面积 7.96 万平方米，签约销售金额 15.20 亿元，考虑到公司在建项目均位于京、津、沪、渝、杭地区经济发展水平较高，未来仍有较大提升空间，公司未来将直接受益于上述区域经济发展，经营业绩可期。

从营业收入的地区分布来看，公司业务区域仍比较集中。2014 年公司 75%的营业收入仍来自于北京市、天津市、上海市、重庆市，随着公司在杭州区域的布局比重的增加，未来公司收入的区域构成将有所变化。

表5　2012～2015年1季度年并表公司分地区营业收入情况（单位：亿元）

地区	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1 季度
北京区域	61.15	61.71	23.73	0.28
天津区域	47.87	44.47	32.58	1.34
上海区域	66.07	94.62	62.27	2.84
重庆区域	30.49	60.32	42.10	0.56
杭州区域	0.00	0.00	0.00	0.02
合计	205.58	261.12	160.68	5.04

资料来源：公司提供

总体看，房地产销售为公司营业收入及利润的主要来源，近年受益于项目主要集中于京、津、沪、渝、杭等经济发展水平较高的区域，公司整体经营和盈利规模较大，经营较为稳健，毛利率水平较高。

2．业务运营

公司以房地产开发为主，目前主要产品为精品住宅及其附属或配套商业的开发。

（1）项目开发

公司从事房地产开发业务的主要模式为：研究立项、独立开发，即独立完成土地购置、自主

进行土地开发后，通过招投标由专业建筑工程公司进行开发建设，自主组织销售。

从项目开发数据来看，由于近三年公司合作开发项目数量增多，导致并表公司开发规模波动下降，同时处于建设阶段的项目数量波动下降。2012～2014年，公司新开工面积虽有所减少，但整体开工节奏可以满足当期的销售需求。以上变化为公司发展结构性调整所致，并未对公司造成实质性的影响。从具体的开工情况来看，2012年公司开工项目以天津时代奥城、苏州桃花源、重庆奥林匹克花园为主；2013年公司开工项目仍以重庆奥林匹克花园（该项目分十余期，2013年新开工和施工面积较大）、天津王府壹号、常州玉兰广场、无锡玉兰花园、重庆伊顿庄园、重庆凡尔赛花园为主；2014年公司开工项目以天津半湾半岛、上海黄浦湾、杭州河滨之城二期为主。

2012～2014年，随着王府壹号、伊顿庄园、苏州御园等较大项目的陆续结转及公司转让主要子公司项目，公司竣工面积呈现波动下降态势。2012年公司竣工项目以天津海逸长洲、无锡天鹅湖、无锡玉兰花园、北京西山壹号院、北京长滩壹号项目为主；2013年以北京西山壹号院、天津时代奥城、宜兴氿园、重庆亚太商谷为主；2014年以天津王府壹号、常州玉兰广场、重庆伊顿庄园为主。

2015年1季度，公司新开工项目为无锡香樟园项目，当期施工面积13万平方米，主要是无锡香樟园；同期竣工面积1万平方米，主要是重庆奥林匹克花园。

表6　2012～2015年3月并表公司主要开发数据情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
在建项目（个）	15	18	12	12
施工面积（万平方米）	299	306	191	202
新开工项目（个）	11	9	5	1
新开工面积（万平方米）	171	144	75	13
竣工面积（万平方米）	149	185	106	1

资料来源：公司提供

截至2015年3月末，公司累计开发了北京西山壹号院、北京长滩壹号、天津时代奥城、天津王府壹号、无锡天鹅湖、无锡理想城市、重庆奥林匹克花园、重庆亚太商谷、上海黄浦湾、常州玉兰广场、无锡玉兰花园、杭州印、杭州河滨之城二期等房地产项目，总建筑面积达1,495万平方米。在建项目主要为无锡香樟园、天津半湾半岛、杭州河滨之城二期等，总建筑面积211万平方米，主要项目预计将于2015年至2019年陆续竣工。

表7　2012年~2015年3月并表公司开发的项目分地区概况（单位：亿元、万平方米）

地区	占地面积	建筑面积	计划总投资
天津区域	80	53	186
上海区域	244	190	381
重庆区域	258	130	229
杭州区域	9	42	53
合计	591	415	849

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从项目开发的产品来看，公司采取以开发中高端住宅为主，同时辅以商业、科教配套等发展策略，合理划分和发展住宅和商业地产多元化产品组合。公司开发的主要地产项目情况如下。

天津时代奥城项目，位于天津市南开区，项目占地面积46万平方米，规划面积125万平方米，总投资77亿元，容积率2.7，其中97%已实现销售。

重庆奥林匹克花园项目，位于重庆市两江新区，项目占地面积224万平方米，规划面积286万平方米，总投资146亿元，容积率1.3，其中94%已实现销售。

无锡天鹅湖项目，位于江苏省无锡市滨湖区，项目占地面积73万平方米，规划面积102万平方米，总投资38亿元，容积率1.5，其中86%已实现销售。

从项目的资金需求来看，截至2015年3月底，公司的在建、拟建项目已完成投资额达到472亿元，尚需投入资金155亿元。从投资规模来看，重庆奥林匹克花园整体投资规模达到146亿元，但目前该项目已完成投资129亿元，完成计划投资总额的88%；其次投资较大的是无锡香樟园、常州玉兰广场和天津半湾半岛项目，随着项目陆续开始销售，公司将通过自有资金的滚动开发及外部筹资来解决项目资金需求。

表 8　截至 2015 年 3 月底并表公司分地区在建、拟建面积投资情况

区域	计划总投资额（亿元）	已完成投资额（亿元）	尚需投资额（亿元）
天津区域	71	22	49
上海区域	356	287	69
重庆区域	146	129	18
杭州区域	53	34	19
合计	626	472	155

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司房地产开发的规模中等，开发项目以中高端住宅项目为主，辅以少量的商业，公司半湾半岛、常州玉兰广场、无锡香樟园项目规模较大，未来有一定的资金需求。

（2）项目销售

从销售模式来看，公司目前对开发项目实行自主销售为主，主要分为一线的销售团队和渠道团队，以及后台的销管团队和策划团队。部分合作项目主要采用由公司操盘，也有联合代理的，即融创自身以“融代”进场，待由融创销售人员的主导销售业绩时，部分项目的合作代理团队撤场。

公司营销团队以“臻行动、臻服务、臻标准、臻伙伴”为核心理念，公司特色营销管理主要体现在以下几个方面：一是产品命名标准化。经过多年的开发，逐步形成了各类产品的开发标准及命名标准，如壹号系列、玉兰系列、中心系列等，不同区域有不同的产品开发特点，不断深耕区域，以期获得最大的认可度和信任度；二是管理的有效性，采取“大区域、小集团”的管控模式，不同产品形成了相对统一特性的推广风格。在大型品牌推广上集团营销中心主导、区域公司及项目支持，在区域特别是项目或产品品牌推广上，以区域公司平台营销中心和项目为主，集团营销中心必要时支援。

从公司客户定位及价格策略方面来看，公司市场布局是“专注于高端精品，同时在资源配置上向有购买力城市予以倾斜”。公司在所聚焦的各个城市销售排名均位居前列：在天津、上海、重庆、无锡的销售金额均位居榜首，北京排名第四，杭州及苏州排名第五。公司的销售定价相比区域居民可接受价格仍处于较高水平，目标客户群均属于高收入群体。

从销售数据来看，公司近年来采取合作共赢的发展策略，与合作方合作开发房地产项目，使诸多项目未并表，带来近三年公司协议销售面积波动下降态势，协议销售金额呈下降态势，销售的主要项目分别为天津的海逸长洲、时代奥城、王府壹号、半湾半岛，无锡天鹅湖、理想城市、香樟园，苏州 81 栋，宜兴氿园，重庆奥林匹克花园、伊顿庄园、亚太商谷，北京西山壹号院、长滩壹号，上海黄浦湾，上海玉兰花园，常州玉兰花园，杭州河滨之城二期、杭州印等。

2012 年，房地产行业宏观调控的整体基调没有改变，但在刚性需求的支撑下，房地产市场发展先抑后扬，市场有所回暖，公司实现协议销售金额 261 亿元、销售面积 153 万平方米，其中主要为天津时代奥城项目实现协议销售金额 13.2 亿元，天津王府壹号项目实现协议销售金额 10.1 亿元；无锡天鹅湖项目实现协议销售金额 18.7 亿元；宜兴氿园项目实现协议销售金额 12.8 亿元；重庆奥林匹克花园项目实现协议销售金额 32.7 亿元；北京西山壹号院项目实现协议销售金额 50.3 亿元；北京长滩壹号项目实现协议销售金额 15.1 亿元；无锡香樟园项目实现协议销售金额 20.1 亿元。

2013 年，房地产行业宏观调控持续进行，公司重点布局区域住宅新增供应量大幅增加，公司实现协议销售金额 241 亿元、销售面积 140 万平方米，其中主要为天津时代奥城项目实现协议销售金额 16 亿元，天津王府壹号项目实现协议销售金额 14.2 亿元；无锡天鹅湖项目实现协议销售金额 14.9 亿元；重庆奥林匹克花园项目实现协议销售金额 29.6 亿元；重庆伊顿庄园项目实现协议销售金额 15.4 亿元；重庆亚太商谷项目实现协议销售金额 18.6 亿元；北京西山壹号院项目实现协议销售金额 59.3 亿元；上海玉兰花园项目实现协议销售金额 12.9 亿元。

2014 年，公司实现协议销售金额 154 亿元、销售面积 95 万平方米，其中主要为天津半湾半岛项目实现协议销售金额 25 亿元，天津王府壹号项目实现协议销售金额 15.8 亿元；重庆奥林匹克花园项目实现协议销售金额 14.8 亿元；重庆亚太商谷项目实现协议销售金额 13.3 亿元；北京西山壹号院项目实现协议销售金额 12.9 亿元；上海黄浦湾项目实现协议销售金额 22 亿元。

2015 年 1-3 月，公司实现销售金额 15 亿元，销售面积 8 万平米，其中主要为上海黄浦湾项目实现协议销售金额 3.4 亿元；杭州印项目实现协议销售金额 1.5 亿元，杭州河滨之城二期项目实现协议销售金额 1.5 亿元。

从近三年协议销售均价情况来看，呈现波动态势，这是因为一方面受到国家房地产政策周期影响，另一方面在2013年公司主推的项目在当地均为核心地段的高端精品项目，如北京西山壹号院、天津王府壹号、重庆亚太商谷等，此类项目均价较高，提高了2013年的整体均价水平，2014年高端项目项目占比有所下降，部分高端项目销售已进入清盘，故三年来销售均价呈现波动态势。从协议销售均价情况来看，公司近年开盘项目均属于中高档住宅小区，其均价水平较高，由于位置优越、周边环境及配套到位等综合因素影响，公司的协议销售均价呈不断抬升态势。2015年1季度，公司协议销售均价约19,095元/平方米，均价水平位列大公司前列。

从近三年协议销售额和销售面积来看，也呈现波动趋势，主要由于2013年公司土地获取量较2012年有明显提升，2014年公司通过股权方式获取土地为杭州河滨之城二期项目，公司合并范围内收入结转规模减少，联营公司、合营公司的收入逐年增加但未能在合并报表中的收入科目体现，故造成了近三年销售额和销售面积的波动状况。

从结转情况来看，由于在2013年天津王府壹号、重庆伊顿庄园、苏州御园等项目陆续结转；在2014年上海黄浦湾、上海玉兰花园、北京西山壹号院等重要项目的物业竣工交付减少，近年来公司结转面积和结转收入均呈波动下降态势。2012年，公司结转面积97万平方米，结转的项目主要为天津时代奥城、重庆奥林匹克花园、无锡天鹅湖、北京西山壹号院、北京长滩壹号等项目。2013年，公司结转面积128万平方米，较2012年增长32.37%，结转的项目为天津时代奥城、天津王府壹号、重庆奥林匹克花园、重庆亚太商谷、重庆伊顿庄园、无锡天鹅湖、无锡香樟园、北京西山壹号院、上海玉兰花园等项目。2014年公司结转面积94万平方米，较2013年下降27%，结转的项目主要为天津时代奥城、天津王府壹号、重庆奥林匹克花园、重庆亚太商谷、重庆伊顿庄园、无锡天鹅湖、无锡香樟园、北京西山壹号院等项目。总体看，公司销售目标与项目开发进度基本

能够匹配，销售均价波动上升。

表 9　2012～2015 年 3 月并表公司房地产销售数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
达预售项目（个）	19	19	20	20
协议销售面积（万平方米）	153	140	95	8
协议销售金额（亿元）	261	241	154	15
协议销售均价（元/平方米）	17,099	17,153	16,221	19,095
结转收入面积（万平方米）	97	128	94	2
结转收入（亿元）	206	261	161	4
完成交付项目（个）	13	13	8	1
完成交付面积（万平方米）	149	185	106	1

资料来源：公司提供
注：协议销售是指签订销售协议、预付定金的情况。

从下表来看，截至2015年3月底，并表公司项目及非并表公司项目待售面积合计为1,117万平方米，其中权益待售面积合计为595万平方米；公司并表房地产项目待售面积合计为331万平方米，待售项目22个，待售规模较大。其中，公司在建面积185万平方米，分布在共5个地区（包括天津、上海、重庆、杭州、苏南）共计11个项目，总可售面积177万平方米，公司总可售面积规模较大，且主要以天津半湾半岛、常州玉兰广场、无锡玉兰花园、无锡香樟园、无锡天鹅湖、杭州印、杭州河滨之城二期和上海黄浦湾项目为主，上述项目产品类型为住宅+商业。2014年重庆区域均价为13,000元/平米，天津区域均价为10,416元/平米，上海管控区域（包括常州玉兰广场、无锡玉兰花园、无锡香樟园）均价为21,294元/平米，苏南区域均价位6,068元/平方米，杭州区域均价为21,143元/平方米。预计公司2015年将实现预售金额150亿元。

表10　截至2015年3月末公司并表及非并表房地产项目分地区待售面积情况　（单位：万平方米）

区域	并表		权益		并表及非并表	
	总可售面积	待售面积	总可售面积	待售面积	总可售面积	待售面积
北京区域	33	1	135	44	216	90
天津区域	306	57	410	159	594	310
上海区域	554	220	468	160	777	348
重庆区域	300	26	504	190	611	287
杭州区域	30	27	52	43	99	82
合计	1,224	331	1,570	595	2,297	1,117

资料来源：公司提供

总体看，公司近几年以中高端精品住宅楼盘的销售为主，楼盘销售情况较好，公司可售面积的规模较大，为实现销售目标奠定了坚实的基础。未来随着项目陆续实现销售，公司的销售收入有望保持增长。

（3）土地储备

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、基础建设费、建筑安装工程费、公共配套设施费、工程物资、开发间接费用，其中土地成本和建筑安装工程费占开发成本的比例相对较高，合计约占 76%。土地出让金的支付一般在“招拍挂”前先期支付保证金，拍到土地后一般在一个月内支付余下的土地款（各地有所不同），同时取得对应的土地发票。

表11　截至2015年3月底公司土地储备情况（单位：万元、万平方米）

区域	并表土地储备（建筑面积）	权益土地储备（建筑面积）	并表及非并表土地储备（建筑面积）
北京区域	2	91	184
天津区域	104	200	378
上海区域	290	229	508
重庆区域	50	276	400
杭州区域	42	66	120
合计	488	862	1,590

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从土地储备的目标区域来看，公司房地产项目的开发区域定位全国具有经济活力的一、二线城市（京、津、沪、渝、杭）的核心区域或发展潜力大的苏南区域（苏、锡、常），项目地块所处地段位置较好，未来有一定的增值空间。

从拿地成本和获取方式来看，鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司对购置土地持谨慎态度，在考虑未来区域发展前景的同时，结合自身资本实力，并不盲目囤积。公司现有土地储备主要为常州玉兰广场地块、天津半湾半岛地块、上海黄浦湾地块、无锡香樟园地块、杭州蒋村地块等，主要通过挂牌转让、收并购等方式获取。

公司现有地块主要集中于沪、津、渝、杭等地区，项目地理位置较好，成本相对合理。在**天津**区域分别于 2013 年 6 月通过挂牌出让方式取得半湾半岛项目，总地价款为 113,292 万元，2012 年 6 月通过并购方式取得蓝色海岸项目，项目最初获取时的总地价款为 6,455 万元，天津区域获取项目主要集中于市内核心地段且成本相对较低，楼面地价均未超过 4,500 元/平米；在**重庆**区域于 2003 年 8 月通过土地拍卖方式取得奥林匹克花园项目，总地价款为 149,089 万元，楼面地价未超过 3,000 元/平米，成本较低，具有较强市场竞争力；在**上海、苏南区域**分别于 2012 年 6 月通过并购方式获取了上海玉兰花园、上海黄浦湾、常州玉兰广场、无锡玉兰花园四个项目，2010 年 1 月通过挂牌出让方式获取了宜兴汎园项目，总地价款为 156,000 万元，通过并购方式分别于 2012 年 1 月、2004 年 3 月、2005 年 3 月分别获取了无锡香樟园、无锡天鹅湖、苏州 81 栋项目，除上海外，其余地区楼面地价在 1000 元~5000 元/平方米之间；在**杭州**区域分别于 2013 年 8 月通过并购方式获取了杭州印项目，2014 年 1 月通过挂牌出让方式取得了蒋村 E01 项目，总地价款为 212,000 万元，楼面地价 10,961 元/平方米。

2014 年房地产销售市场下行，但一线城市的土地市场仍保持热度，北京、上海等地公开市场竞争激烈。鉴于此，公司近年主要通过公开市场拍卖、项目收购并重等多种渠道增加土地储备，降低土地成本，截至 2015 年 3 月底，公司储备的土地建筑面积按照权益合计约为 345 万平方米，楼面地价平均在 4,000 元/平方米左右，楼面地价相对较低，可以满足未来 3-5 年的开发需要。

截至 2015 年 3 月底，公司并表项目及非并表项目土地储备为 1,590 万平方米（建筑面积），其中权益土地储备为 862 万平方米（建筑面积），并表项目土地储备为 488 万平方米（建筑面积）。

总体看，公司结合自身发展节奏，近年来均有土地储备动作，公司取得的土地价格较为合理，地块所在区域经济发展水平较高，或有良好的经济提升预期；现有土地储备可满足未来 3～5 年的开发需求，充分保证了公司未来经营发展的需要。

3．经营效率

截至 2014 年底公司的流动资产周转次数、存货周转次数和总资产周转次数三项指标分别为 0.34 次、0.35 次和 0.29 次。从同行业比较来看，2014 年公司主要周转指标在主要房地产上市企业

内均属较好水平。

表12　2014年房地产类上市公司相关指标比较　　单位：次

代码	简称	流动资产周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
000002.SZ	万科 A	0.32	0.32	0.30
600048.SH	保利地产	0.33	0.29	0.32
600383.SH	金地集团	0.42	0.42	0.37
600376.SH	首开股份	0.24	0.21	0.22
002146.SZ	荣盛发展	0.36	0.34	0.34
600325.SH	华发股份	0.13	0.12	0.13
600823.SH	世茂股份	0.39	0.34	0.23
600266.SH	北京城建	0.27	0.23	0.23
--	融创置地	0.34	0.35	0.29

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进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。另，表中公司依其 2014 年末总资产规模排序。

总体来看，公司各项资产运营情况良好，整体经营效率较高。

4．经营关注

（1）目前国内房地产市场受宏观经济政策及行业政策的影响较大，宏观经济增速放缓，行业发展备受关注，行业竞争日趋加剧。

（2）公司对外投资规模较大，以合作方式开发的项目在逐渐增多，投资收益波动对盈利水平的影响需要关注。

（3）公司在开发拟开发项目较多，需要关注公司未来销售表现及购地支出规模对现金流的影响。

5．未来发展

从公司整体发展规划来看，2015 年将致力于完善在中国最核心城市的布局，并补充适量优质土地储备，使公司发展进入新的阶段。

新城市拓展策略方面，公司将坚持聚焦一线城市的发展战略；根据各个城市房地产市场的表现情况及区域地位，下一步公司新城市拓展的重点方向为一线城市及少数核心优质二线城市。

公司研发中心基于对高端、刚需类客户群体敏感度的精细化研究，提炼各区域经验和需求，已研发出适合中高端市场的“法式高、多层产品线”和适合中端市场的“英式经济型产品线”。未来研发中心还将不断根据客户、市场的需要对现有产品线进行调整、创新和开展新产品线的研发。公司现阶段研发策略仍将围绕“聚焦区域和高端精品”发展战略制定产品策略，专注为城市高收入人群提供高端精品住宅。各区域公司根据所在城市特色和目标客户的核心需求合理调整产品类型，不断打造出满足客户需求引导客户品味的优质业态。

总的来看，公司以“坚持区域聚焦和高端精品”为发展战略，将加大在房地产领域的投资和国内区域市场的重点布局，促进销售额和利润的稳步快速增长。

七、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计意见均为标准无保留意见。公司 2015 年第一季度报表未经审计。2012-2014 年度合并范围变化情况如下表所示。截至 2014 年底，公司纳入合并范围的子公司共 48 家。虽然近三年公司合并范围变化较大，但公司主营业务一直为房地产开发并未发生重大变化，因此公司的财务数据可比性尚可。

表 13　2012 年~2014 年公司财务报表合并范围变化情况

时间	变动情况	公司名称	业务性质	变动原因
2012 年	增加	天津逸骏投资有限公司	房地产开发	收购
	增加	上海华浙外滩置业有限公司	房地产开发	收购
	增加	上海绿顺房地产开发有限公司	房地产开发	收购
	增加	苏州绿城玫瑰园房地产开发有限公司	房地产开发	收购
	增加	无锡绿城房地产开发有限公司	房地产开发	收购
	增加	苏州绿城御园房地产开发有限公司	房地产开发	收购
	增加	无锡融创绿城湖滨置业有限公司	房地产开发	收购
	增加	重庆亚太商谷物业管理有限公司	物业管理	收购
	增加	重庆业晋房地产开发有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	上海融创绿城投资控股有限公司	投资控股	投资设立
	增加	北京西山汇商务会所管理有限公司	物业管理	投资设立
2013 年	增加	常州绿城置业有限公司	房地产开发	收购
	增加	杭州国融置地有限公司	房地产开发	收购
	减少	苏州绿城御园房地产开发有限公司	房地产开发	股权转让
	减少	苏州绿城玫瑰园房地产开发有限公司	房地产开发	股权转让
	减少	北京首驰昱达房地产开发有限公司	房地产开发	清算注销
	减少	廊坊融创置业有限公司	房地产开发	清算注销
	增加	天津融创汇凯置业有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	天津融兴投资有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	天津融耀置业发展有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	北京融创信和房地产经纪有限公司	房地产经纪	投资设立
	增加	重庆融创鑫逸房地产开发有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	上海融绿房地产经纪有限公司	房地产经纪	投资设立
	增加	苏州融绿投资有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	杭州融鑫恒投资有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	杭州盈资投资有限公司	投资控股	投资设立
2014 年	减少	重庆业晋房地产开发有限公司	房地产开发	股权转让
	减少	重庆融创鑫逸房地产开发有限公司	房地产开发	股权转让
	增加	天津昶晟置业有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	天津鸣泽置业有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	天津腾耀置业有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	北京瑞丰兴业房地产开发有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	上海卓嘉物业管理有限公司	物业管理	投资设立
	增加	上海融绿睿江置业有限公司	房地产开发	投资设立
	增加	苏州融绿泛庭置业有限公司	房地产开发	投资设立

	增加	无锡融创绿城企业管理咨询有限公司	管理咨询服务	投资设立
	增加	杭州顶辉房地产经纪有限公司	房地产经纪	投资设立
	增加	天津融创汇凯企业管理咨询有限公司	管理咨询服务	投资设立

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司合并资产总额 755.70 亿元，负债合计 587.48 亿元，股东权益（含少数股东权益）168.22 亿元，其中归属于母公司权益合计 140.13 亿元。2014 年公司实现营业收入 160.68 亿元，净利润（含少数股东损益）36.81 亿元，其中归属于母公司净利润合计 35.63 亿元；2014 年公司经营活动现金流量净额为 180.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 59.46 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 756.12 亿元，负债合计 587.72 亿元，股东权益（含少数股东权益）168.40 亿元，其中归属于母公司权益合计 140.74 亿元。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 5.04 亿元，净利润（含少数股东损益）0.18 亿元，其中归属于母公司净利润 0.61 亿元；2015 年 1~3 月公司经营活动现金流量减少 58.45 亿元，现金及现金等价物减少 68.69 亿元。

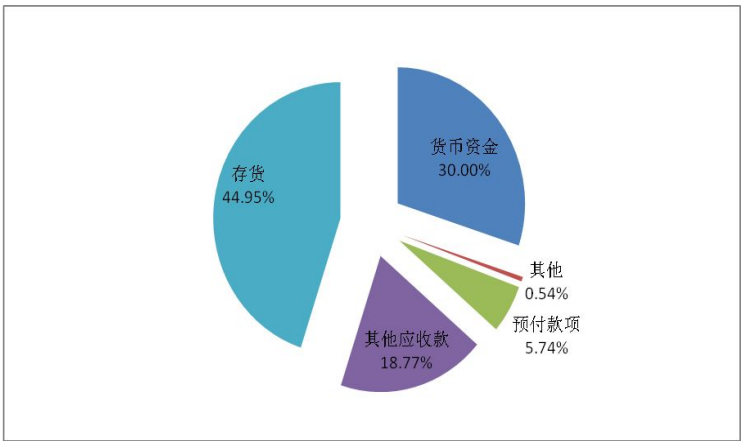
2．资产质量

2012~2014 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长率为 10.24%，截至 2014 年底，公司合并资产规模达 755.70 亿元，其中流动资产占比 82.49%，非流动资产占比 17.51%，流动资产高占比符合房地产开发企业的特征。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈逐年增加态势，年均复合增长率为 5.25%，主要系公司货币资金、应收帐款和其他应收款逐年增加所致。截至 2014 年底，公司流动资产为 623.38 亿元，以货币资金（占比 30.00%）、存货（占比 44.95%）和其他应收款（占比 18.77%）为主（如下图所示）。

图 8　截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司货币资金的主要来源是房地产项目的预售回款和向金融机构取得的借款。公司货币资金余额因项目开发进度、土地购买、预售回款和对外借款等因素而波动。2012~2014 年，公司货币资金呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 40.47%，主要系公司售房资金回笼增加所致。截至 2014 年底，公司货币资金为 187.00 亿元，较上年末增长 68.27%，其中，银行存款 183.17 亿元（占比 97.95%）；其他货币资金 3.82 亿元（占比 2.04%，全部为银行承兑汇票保证金）。截至 2014 年底，公司受限货币资金 28.63 亿元，占期末货币资金总额的 15.31%。

公司存货主要包括开发成本、开发产品及其他，公司的开发成本是指尚未建成、以出售为目

的的房地产项目，开发产品是指已建成待出售的房地产项目及物业。2012~2014 年，公司存货账面价值呈逐年减少趋势，年均复合增长率为-17.89%，主要原因一方面是由于子公司保持着较高的结转规模，存货余额下降；另一方面，新项目以合作项目居多，新增资源未能在合并报表中体现。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 280.19 亿元，较上年末减少 16.63%，其中开发成本和开发产品分别占比 76.31%和 23.62%，截至 2014 年底，公司有 171.76 亿元存货已用于债务担保。2014 年，公司主要对已建成待出售的房地产项目及物业的开发产品计提了存货跌价准备，为 5.45 亿元，占比较小，存货减值风险较小。

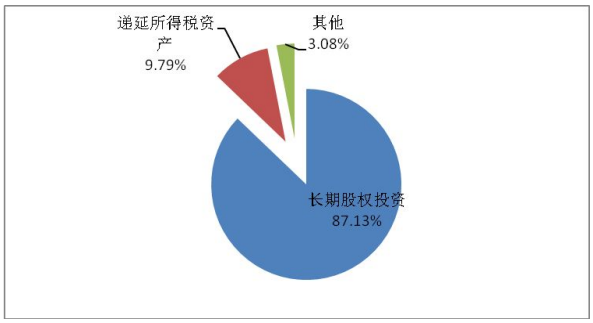
2012~2014 年，公司其他应收款呈逐年增长趋势，年均增长 95.04%。截至 2014 年底，公司其他应收款 117.02 亿元，较年初增长 8.07%。公司的其他应收款主要为公司对联营合营公司的往来款、押金、保证金和代垫款等项目，其中应收关联方往来款 111.67 亿元，占比 95.43%以上。从账龄上看，1 年以内的占比 91.68%，1 至 2 年的其他应收款占比 8.13%，2 年以上款项占比 0.18%。按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款是对天津天房融创置业有限公司、苏州绿城玫瑰园房地产开发有限公司、北京兴业万发房地产开发有限公司、上海融绿汇谊置业有限公司、北京融创兴业地产有限公司的往来款，占其他应收款总额的比重为 62.39%，账龄均在一年以内。公司能有效参与联营合营企业的经营管理，且其开发的房地产项目有较好的经济效益，往来款项基本不存在无法收回的风险。公司对押金、保证金和代垫款实行专项管理，确保款项收回的及时性。

截至 2014 年底，预付款项 35.79 亿元，包含预付的土地款、工程款、税费等。账龄超过 1 年的预付款项主要是预缴的所得税、营业税、土地增值税等税费。按预付对象归集的期末余额前五名预付账款汇总金额为 23.20 亿元，占预付账款期末余额合计数的比例为 64.82%。预付款项账龄一年以内占比 96.87%。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈逐年递增态势，年均复合增长率为 49.62%，主要系公司长期股权投资和递延所得税资产逐年增加所致。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 132.31 亿元，较上年末增加 43.84%。公司非流动资产构成以长期股权投资和递延所得税资产为主（见下图）。

图9　截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司采取合作共赢的发展策略，与诸多有实力的优质伙伴合作，操作了若干优质房地产项目，公司长期股权投资呈急速增长态势，年均复合增长率为 66.66%。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 115.28 亿元（其中对合营企业长期股权投资为 74.04 亿元，对联营企业长期股权投资为 41.24 亿元），较上年末增长 54.93%，主要系公司对中节能绿建（杭州）科技发展有限公司、北京香园大道实业有限公司、北京住总众邦地产有限公司等多家合营企业进行追加投资所致。

表14　2014年底公司合营企业及联营企业概况

被投资单位	公司性质
天津天房融创置业有限公司	合营企业
天津绿城置业有限公司	合营企业
天津泰达城市开发有限公司	合营企业
宁波信盈基金投资管理有限公司	合营企业
杭州望江府置业有限公司	合营企业
中节能绿建（杭州）科技发展有限公司	合营企业
重庆业晋房地产开发有限公司	合营企业
重庆融创鑫逸房地产开发有限公司	合营企业
重庆葛洲坝融创深达置业有限公司	合营企业
重庆融创凯旋置业有限公司	合营企业
重庆融创基洋置业有限公司	合营企业
上海融绿汇谊置业有限公司	合营企业
上海同瑞房地产开发有限公司	合营企业
上海融绿启威置业有限公司	合营企业
上海昊川置业有限公司	合营企业
上海保利泓融房地产开发有限公司	合营企业
上海龙骧房地产开发有限公司	合营企业
苏州绿城玫瑰园房地产开发有限公司	合营企业
北京方兴融创房地产开发有限公司	合营企业
北京融创嘉业房地产开发有限公司	合营企业
北京融创嘉兴房地产开发有限公司	合营企业
北京中投融创置业有限公司	合营企业
北京香园大道实业有限公司	合营企业
北京住总众邦地产有限公司	合营企业
北京融创恒裕地产有限公司	合营企业
北京融创兴业地产有限公司	合营企业
北京远创置业有限公司	合营企业
天津保利融创投资有限公司	联营企业
上海葛洲坝绿融置业有限公司	联营企业
上海绿城森林高尔夫别墅开发有限公司	联营企业
无锡太湖绿城置业有限公司	联营企业
北京兴业万发房地产开发有限公司	联营企业
北京保利融创房地产开发有限公司	联营企业

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，从上表长期股权投资被投资企业来看，公司与保利地产、方兴地产、绿城中国等知名开发商展开合作，公司在广泛的合作过程中，一直坚持“优势互补，合作共赢”。如公司与保利地产在天津合作的海河大观项目，坐拥一线海河景观资源，处于海河高端商务带核心区内，为河西区仅有的一线河景可开发用地，公司与保利地产各取所长将该地块打造为集高层住宅、叠拼别墅、水岸独栋商业、地标写字楼于一身的标杆式项目。近三年，公司长期股权投资产生的投资收益增长显著，分别为-0.43 亿元、1.78 亿元和 21.38 亿元。2014 年公司投资收益规模较大，对盈利规模影响显著，主要是对北京方兴融创房地产开发有限公司、天津保利融创投资有限公司、上海葛洲坝绿融置业有限公司、北京保利融创房地产开发有限公司和重庆业晋房地产开发有限公司等合营联营企业按权益法产生的投资收益合计 20.64 亿元，占比 97%左右。联合评级将持续关注公司长期股权投资变动情况，及其对公司经营业绩的影响。

2012~2014 年，公司递延所得税资产价值逐年增加，年均复合增长率为 24.63%，主要系公司未经抵销的土地增值税、可抵扣亏损和资产减值准备形成的递延所得税资产。2014 年底，公司递延所得税资产价值为 12.95 亿元，较上年末增长 3.90%。

公司投资性房地产及商誉呈逐年减少态势。截至 2014 年底，公司投资性房地产账面价值为

2.39 亿元，近三年年均复合减少 35.28%，主要系 2013 年处置了部分投资性房地产以及历年公允价值变动影响所致。截至 2014 年底，公司商誉为 1.27 亿元，近三年年均复合减少 35.15%，主要是 2013 年公司对无锡融创城市建设有限公司计提的商誉减值损失 1.24 亿元，2014 年对无锡融创地产有限公司计提的商誉减值损失 0.86 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 756.12 亿元，其中流动资产 605.61 亿元，非流动资产 150.50 亿元，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货及货币资金占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，整体资产质量较好。

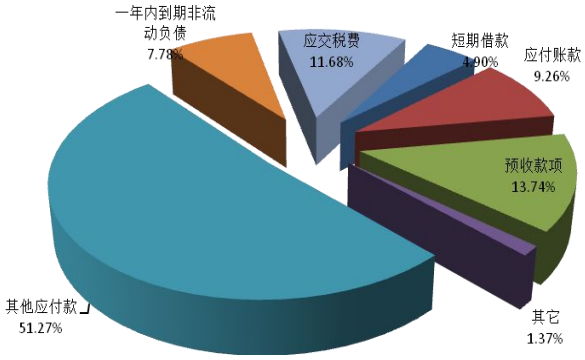
3．负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债规模逐年上升，年均复合增长率为 6.23%。截至 2014 年底，公司负债合计 587.48 亿元，较上年末增长了 10.33%。债务结构方面，近三年公司负债以流动负债为主，截至 2014 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 81.15%和 18.85%。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 10.00%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 476.73 亿元，较上年末增长 16.83%。公司流动负债以短期借款（占比 4.90%）、应付账款（9.26%）、预收款项（占比 13.74%）、应交税费（占比 11.68%）、其他应付款（占比 51.27%）一年内到期非流动负债为主（占比 7.78%）为主（见下图）。

图10　截至2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

公司的短期借款主要由各类银行借款组成。2012~2014 年，公司短期借款波动减少，年均复合减少 27.58%。截至 2014 年底，公司短期借款 23.36 亿元，较上年末增加 100.73%，主要系公司为了满足房地产项目资金需求量而取得的各类银行借款增加所致。

公司的应付账款主要由应付工程款、应付土地款等构成。2012~2014 年，公司应付账款波动减少，年均复合减少 6.57%。截至 2014 年底，公司应付账款为 44.12 亿元，较上年末减少 37.31%，系公司房地产业务在建项目减少，应付工程款随之减少所致，主要由应付工程款（2014 年末占 92.01%）构成。

公司的预收款项主要为各房地产项目的预售房款和预收物业费。2012~2014 年，公司预收款项呈持续减少趋势，年均复合减少 29.24%。截至 2014 年底，公司预收款项 65.50 亿元，较上年末减少 30.75%，主要系本期预售的房屋减少所致。公司预收款项待交房后将结转为收入，因此不存在实际偿付压力。实际上，预收房屋销售款的增多有利于房地产开发企业缓解现金流压力。

2012~2014 年，公司应交税费处于波动趋势，年均复合增长率为 0.77%。截至 2014 年底，公司应交税费为 55.67 亿元，较上年末减少 11.32%。

公司的其他应付款主要为往来款、应付股权转让款、保证金和代收款。2012~2014 年，公司其他应付款呈持续增加的趋势，年均复合增长 106.27%。截至 2014 年底，公司其他应付款为 244.42 亿元，较上年末增加 102.92%，主要由应付往来款（2014 年末占 98%以上）构成。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债呈减少趋势，年均减少 6.46%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 110.75 亿元，较上年末减少 10.97%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 71.59%）及其它非流动负债（占 22.22%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款呈波动减少态势，年均复合减少 1.44%。截至 2014 年末，公司长期借款为 79.28 亿元，较上年末减少 10.59%。公司长期借款主要用于房地产开发建设，其借款期限一般与房地产项目所跨越的时间相匹配，主要以项目销售回款归还长期借款。

公司的其他非流动负债全部由并购股权产生土地评估增值影响的递延土地增值税构成。2012~2014 年，公司其他非流动负债呈持续减少趋势，年均复合减少 13.82%。截至 2014 年底，公司其他非流动负债为 24.61 亿元，较上年末减少 10.66%，主要系公司前年度进行并购时，递延土地增值税逐渐结转至土地增值税费用所致。

2012~2014 年，公司经营方式的转变，带来有息债务规模年均复合减少 10.38%，截至 2014 年底，公司全部债务为 143.97 亿元，其中短期债务 64.68 亿元，长期债务 79.28 亿元。截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 77.74%、46.12%和 32.03%，公司有息债务水平较高。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 587.72 亿元，流动负债 495.35 亿元，占比 84.28%，非流动负债 92.37 亿元，占比 15.72%；公司负债结构较年初未有较大变化，仍以流动负债占比为主。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务规模较大；考虑资产增速大于负债增速，债务状况仍属可控，剔除预收房款因素的影响，公司实际负债水平尚可。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益（含少数股东权益）呈急速增加态势，年均复合增长 28.88%。截至 2014 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 168.22 亿元，较上年末增加 28.13%，主要系经营利润累积所致。其中，归属于母公司的所有者权益 140.13 亿元，较上年末增加 34.09%，占 83.30%；少数股东权益 28.09 亿元，较上年末增加 4.84%，占 16.70%。截至 2014 年底，公司归属母公司所有者权益中，股本占 6.42%，未分配利润占 92.88%，公司权益稳定性有待提高。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）168.40 亿元，其中归属于母公司权益合计 140.74 亿元。权益规模及结构较年初未有较大变化。

总体看，虽然公司所有者权益逐年增加，但其大部分为未分配利润，公司权益稳定性有待提高。

4．盈利能力

近三年，随着公司控股项目的减少，权益投资项目的增多，公司营业收入和营业成本均为波动下降，年均复合增长率分别为-11.59%和-10.64%。2014 年，公司实现营业收入 160.68 亿元，同比减少 38.47%，由于公司较好的控制成本支出，营业成本为 110.73 亿元，同比减少 39.06%，成本减少幅度高于营业收入减少幅度。

公司权益投资项目规模持续增加，通过合资公司获取的收入不断增长，使得近三年公司投资收益呈显著增长趋势，分别为-0.43 亿元、1.78 亿元和 21.38 亿元。 2012~2013 年投资收益规模较小，但 2014 年收益规模增加显著，占到当期净利润的比重近 60%，对公司利润产生了较大的积极影响。

2012~2014 年，公司利润总额分别为 37.50 亿元、43.12 亿元和 42.24 亿元，年均复合增长率为 6.13%；净利润分别为 28.75 亿元、32.61 亿元和 36.81 亿元，年均增长 13.15%，其中归属于母公司的净利润分别为 28.58 亿元、31.93 亿元和 35.63 亿元，年均复合增长率为 11.66%。由于 2014 年公司项下合营公司及联营公司的收入大幅增长，使得公司投资收益快速增长，2014 年公司利润总额和净利润均较上年有所增长。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司费用收入比分别为 4.13%、3.76%和 8.81%，由于公司房地产业务规模扩大，期间费用也随之增长。2014 年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 4.54 亿元、4.55 亿元和 5.07 亿元。销售费用、管理费用和财务费用 2012 至 2014 年复合增长率分别为-4.04%、27.60%和 158.32%，其中财务费用增速较大的原因主要是由于 2014 年竣工项目较多，项目竣工后贷款利息便不能够资本化，只能费用化，利息支出有大部分计入财务费用而不是存货所致。

2012~2014 年，公司营业外收入呈波动减少态势，分别为 2.90 亿元、0.53 亿元和 0.27 亿元，年均复合增长-69.39%。2014 年，公司营业外收入主要以政府补助（占 67.05%）及取得子公司、联营企业及合营企业时的利益（占 10.41%）为主。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率分别为 21.41%、21.52%和 22.47%。2013~2014 年，由于所有者权益和资产的上升速度快于利润增长速度，总资产报酬率[1]分别为 6.88%和 6.78%，净资产收益率分别为 28.04%和 24.58%，较上年有所下降；而受财务费用增加影响，公司总资本收益率分别为 12.07%和 14.47%，呈上升趋势。从同行业上市公司比较来看，公司的各项盈利能力指标均处于较好水平。

表 15　2014 年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

代码	简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
000002.SZ	万科 A	5.24	19.08	29.94
600048.SH	保利地产	5.93	21.56	32.03
600383.SH	金地集团	5.92	13.19	28.93
600376.SH	首开股份	3.51	11.55	34.55
002146.SZ	荣盛发展	6.81	26.02	33.30
600325.SH	华发股份	1.63	9.73	34.32
600823.SH	世茂股份	6.50	12.50	41.40
600266.SH	北京城建	4.73	11.35	34.66
	融创置地	**6.77**	**24.58**	**31.08**

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进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

由于公司结转收入主要在下半年体现，截至 2015 年 3 月底，公司营业收入 5.04 亿元，净利润 0.18 亿元，盈利规模较小。

总体看，近年来，公司不断增加权益投资项目，虽然并表公司营业收入规模波动下降，但是

[1]公司未对 2011 年报表追溯调整，2012 年涉及需要两年数据计算的相关盈利指标未计算。

整体盈利规模呈现稳定增长态势，公司整体盈利规模较大、盈利能力较强。

5．现金流

公司同时开发多个房地产项目，每年投入项目开发的现金支出较多；此外，公司为保持可持续发展，须择机进行土地购置；从行业特点来看，房地产项目开发从取得土地到最终实现交付所需时间较长，导致公司经营活动现金流量净额随着项目的开发和销售呈现一定的波动性。

从经营活动情况来看，2012~2014 年度，公司经营活动现金流入分别为 289.56 亿元、354.23 亿元和 404.89 亿元，经营活动现金流出分别为 172.39 亿元、238.13 亿元和 224.87 亿元。经营活动产生的现金流量净额分别为 117.17 亿元、116.10 亿元和 180.02 亿元，公司经营活动现金流量净额增加的主要原因系公司从合营及联营公司收回的往来资金投入增多。

为满足业务发展需要，公司投资活动现金流出主要为投资支付的现金和收到其他与投资活动有关的现金。从投资活动情况来看，2012~2014 年，公司增加权益投资占比，投资活动产生的现金流量净额分别为-60.06 亿元、-77.25 亿元和 -89.54 亿元，净流出规模呈现逐年增长态势。2014 年公司投资活动现金流量净额为净流出主要系近几年公司收购新项目增加所致。

公司筹资活动现金流入主要系银行借款，筹资活动现金流出主要系偿还借款本息。从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-20.50 亿元、-2.57 亿元和-31.02 亿元。近三年公司筹资活动现金流量净额为负主要系公司归还金融机构借款本息较多所致。

2015 年一季度，公司经营活动现金流入为 129.12 亿元，经营活动净额为-58.45 亿元，投资活动净额为-17.46 亿元，筹资活动现金流净额为 7.22 亿元。

总体看，公司增加权益投资规模，投资活动净流出规模持续增加，考虑公司经营现金流规模较大，基本能够覆盖投资活动支出。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2012~2014 年公司流动比率分别为 1.43 倍、1.40 倍和 1.31 倍，呈逐年下降的趋势；速动比率分别为 0.37 倍、0.58 倍和 0.72 倍，呈现逐年上升趋势。截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.31 倍和 0.72 倍，由于公司存货占比逐年降低，速动比率随之上升。截至 2014 年底，公司现金短期债务比为 2.89 倍，综合来看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 77.74%、46.12%和 32.03%，EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 3.03 倍和 0.34 倍，EBITDA 对利息的保障程度较好，但对全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力仍属较强。

截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.22 和 0.65 倍，较年初变化不大。现金短期债务比为 1.26，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 77.73%、47.89%和 26.58%。

截至 2014 年 12 月底，公司对关联方公司发生担保金额 150.77 亿元，担保余额 114.18 亿元，占净资产比重在 60%以上，全部是对关联方的担保，考虑被担保公司，经营状况均基本良好，公司或有负债风险应属可控。

表 16　近年公司对外担保情况　（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年
	担保余额	担保余额
抵押	480,262.00	1,070,740.00
质押及其他	450.00	71,100.00
合计	480,712.00	1,141,840.00

资料来源：审计报告

截至 2015 年 3 月底，公司未披露存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2015 年 3 月底，公司已经取得的银行授信总额为 657.9 亿元，其中已用授信额度 292.97 亿元，尚可使用授信额度 364.93 元。

总体看，公司资本实力较强，整体偿债能力较强。

7．过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心查询信息，截至 2015 年 6 月 1 日，公司无未结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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 3 月底，公司全部债务为 154.76 亿元，本次拟发行公司债额度为 60 亿元，虽本次发债额度相对公司现有债务规模金额较大，但本次公司债券的募集资金扣除发行费用后，公司拟用于偿还债务，调整债务结构，降低财务费用。

以 2015 年 3 月底的财务数据为基础，本次公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司债务总额有所上升，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较发债前有所上升，分别 78.87%、53.72%和 41.81%（截至 2015 底 3 月底，发债前的三项指标分别为 77.73%、47.89%和 26.58%），公司负债水平和全部债务总额均有所增加，但长期债务比重有所增加，债务结构得以改善。

2．本次公司债偿债能力分析

以 2014 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（60 亿元）的 0.80 倍、6.75 倍和 3.00 倍。总体看，上述三项指标均对本次债券的覆盖程度较好。公司现金类资产为本次债券发行额度（60 亿元）的 3.12 倍，覆盖程度良好。

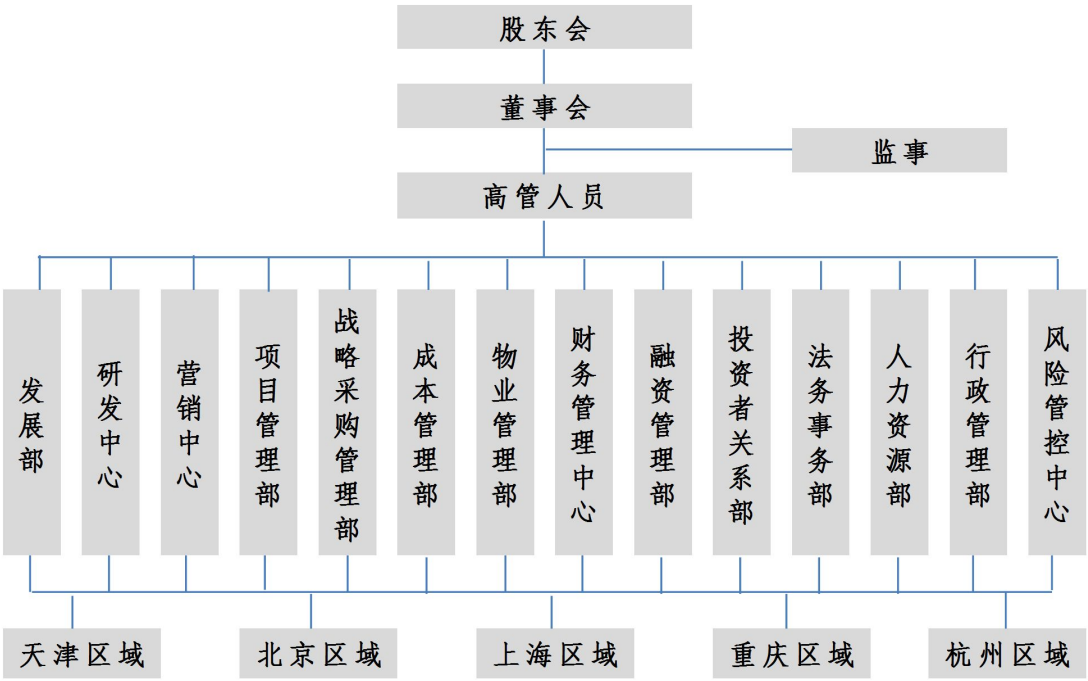
综合以上分析，并考虑到公司作为区域内长期从事房地产开发企业，在行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为国内知名的房地产开发企业，具有丰富的房地产开发经验，所开发的地产项目品质较好，物业类型丰富，“融创”品牌知名度较高，公司土地储备规模适中，主营业务盈利能力较强。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等因素对公司经营形成的不利影响。公司资产质量良好，发展思路清晰，土地储备、项目储备较为丰富，在建项目地理位置优越，随着在建项目的陆续竣工、结转，公司盈利能力有望持续增强，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，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　天津融创置地有限公司组织结构图



附件 2-1　天津融创置地有限公司
2012 年～2015 年 3 月底合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 3 月底
流动资产：					
货币资金	947,712.01	1,111,263.93	1,869,959.04	*40.47*	1,183,195.82
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收票据	10,527.45	240.00	301.00	*-83.09*	38.00
应收账款	627.75	2,420.85	33,613.45	*631.75*	11,028.07
预付款项	204,726.59	160,182.32	357,909.15	*32.22*	498,896.71
应收利息	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应收款	307,609.37	1,082,800.62	1,170,168.40	*95.04*	1,521,773.51
存货	4,156,131.84	3,360,781.02	2,801,888.32	*-17.89*	2,841,211.81
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
流动资产差额(特殊报表科目)	0.00	0.00	0.00	--	0.00
流动资产合计	**5,627,335.00**	**5,717,688.74**	**6,233,839.35**	*5.25*	6,056,143.92
非流动资产：				--	
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期股权投资	415,040.36	744,051.88	1,152,774.93	*66.66*	1,331,963.72
投资性房地产	57,050.00	25,200.00	23,900.00	*-35.28*	23,900.00
固定资产	4,410.97	4,509.47	4,114.19	*-3.42*	4,133.83
在建工程	0.00	0.00	0.00	--	0.00
工程物资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
无形资产	669.45	50.67	26.90	*-79.95*	20.98
开发支出	0.00	0.00	0.00	--	0.00
商誉	30,180.52	21,263.03	12,692.15	*-35.15*	12,692.15
长期待摊费用	273.93	97.90	79.40	*-46.16*	67.75
递延所得税资产	83,389.95	124,661.74	129,524.26	*24.63*	132,246.21
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
非流动资产合计	**591,015.17**	**919,834.69**	**1,323,111.83**	*49.62*	1,505,024.64
资产总计	**6,218,350.17**	**6,637,523.43**	**7,556,951.19**	*10.24*	7,561,168.56

附件2-2　天津融创置地有限公司

2012 年～2015 年 3 月底合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月底
流动负债：					
短期借款	445,449.72	116,390.72	233,630.00	-27.58	444,530.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应付票据	21,247.26	20,669.33	42,086.07	40.74	39,352.83
应付账款	505,506.65	703,860.92	441,244.18	-6.57	346,633.88
预收款项	1,308,254.10	945,860.83	654,963.62	-29.24	777,879.21
应付职工薪酬	10,035.18	13,362.94	14,851.10	21.65	2,923.17
应交税费	548,238.66	627,750.40	556,690.71	0.77	539,489.99
应付利息	11,687.39	8,713.04	8,521.05	-14.61	15,335.65
应付股利	5,400.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他应付款	574,451.60	1,204,493.78	2,444,181.77	106.27	2,333,381.58
一年内到期的非流动负债	509,485.00	439,582.40	371,123.27	-14.65	454,013.27
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
流动负债合计	**3,939,755.56**	**4,080,684.36**	**4,767,291.77**	10.00	**4,953,539.59**
非流动负债：				--	
长期借款	816,129.02	886,750.00	792,811.08	-1.44	609,736.51
应付债券	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应付款	16,674.52	0.00	0.00	-100.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延所得税负债	101,666.79	81,702.53	68,565.38	-17.88	68,506.29
其他非流动负债	331,409.87	275,496.64	246,129.21	-13.82	245,412.80
非流动负债合计	**1,265,880.19**	**1,243,949.17**	**1,107,505.67**	-6.46	**923,655.60**
负债合计	**5,205,635.75**	**5,324,633.54**	**5,874,797.44**	6.23	**5,877,195.18**
				--	
所有者权益：				--	
股本	90,000.00	90,000.00	90,000.00	0.00	90,000.00
资本公积	1,180.42	0.00	0.00	-100.00	0.00
减：库存股	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他综合收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
专项储备	0.00	0.00	0.00	--	0.00
盈余公积	5,168.33	0.00	9,809.58	37.77	9,809.58
未分配利润	665,430.40	955,008.99	1,301,489.17	39.85	1,307,621.97
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
归属于母公司所有者权益合计	**761,779.14**	**1,045,008.99**	**1,401,298.75**	35.63	**1,407,431.54**
少数股东权益	250,935.28	267,880.91	280,855.00	5.79	276,541.84
所有者权益合计	**1,012,714.42**	**1,312,889.90**	**1,682,153.75**	28.88	**1,683,973.39**
负债和所有者权益总计	**6,218,350.17**	**6,637,523.43**	**7,556,951.19**	10.24	**7,561,168.57**

附件 3　天津融创置地有限公司
2012 年～2015 年 1 季度合并利润表

（单位：人民币万元）

项　　目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 3 月
一、营业收入	2,055,847.54	2,611,222.81	1,606,750.06	*-11.59*	50,415.79
减：营业成本	1,386,682.31	1,817,211.04	1,107,331.37	*-10.64*	45,937.14
营业税金及附加	228,953.16	232,148.95	138,445.58	*-22.24*	1,213.54
销售费用	49,336.51	51,195.09	45,430.66	*-4.04*	7,188.85
管理费用	27,948.66	40,932.97	45,502.16	*27.60*	8,478.79
财务费用	7,591.19	5,933.17	50,654.62	*158.32*	16,196.71
资产减值损失	6,247.58	54,309.74	11,425.55	*35.23*	0.00
加：公允价值变动收益	1,900.00	400.00	-1,300.00	--	0.00
投资收益	-4,306.04	17,827.24	213,797.16	--	21,499.41
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-4,324.60	11,836.16	212,789.20	--	21,496.94
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
				--	
二、营业利润	**346,682.10**	**427,719.08**	**420,457.27**	*10.13*	**-7099.83**
加：营业外收入	29,047.64	5,277.08	2,721.82	*-69.39*	841.30
减：营业外支出	774.03	1,777.42	819.38	*2.89*	26.80
其中：非流动资产处置损失	15.29	21.73	35.01	*51.31*	6.28
				--	
三、利润总额	**374,955.71**	**431,218.74**	**422,359.71**	*6.13*	**-6,285.33**
减：所得税费用	87,431.86	105,143.34	54,273.98	*-21.21*	-8,104.96
				--	
四、净利润	**287,523.85**	**326,075.40**	**368,085.73**	*13.15*	**1,819.63**
其中：归属于母公司所有者的净利润	285,772.32	319,289.46	356,289.76	*11.66*	6,132.79
少数股东损益	1,751.54	6,785.94	11,795.98	*159.51*	-4,313.16
五、每股收益：				--	
（一）基本每股收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
（二）稀释每股收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
六、其他综合收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
七、综合收益总额	287,523.85	326,075.40	368,085.73	*13.15*	1,819.63
归属于母公司所有者的综合收益总额	285,772.32	319,289.46	356,289.76	*11.66*	6,132.79
归属于少数股东的综合收益总额	1,751.54	6,785.94	11,795.98	*159.51*	-4,313.16

附件 4　天津融创置地有限公司
2012 年～2015 年 1 季度合并现金流量表

（单位：人民币万元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1 季度
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	2,578,554.27	2,290,788.38	1,359,655.56	-27.39	158,910.75
收到的税费返还	0.00	0.00	143.53	--	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	317,013.70	1,251,476.81	2,689,070.36	191.25	1,132,249.23
经营活动现金流入小计	**2,895,567.97**	**3,542,265.19**	**4,048,869.45**	**18.25**	**1,291,159.98**
购买商品、接受劳务支付的现金	924,763.93	1,192,167.70	1,101,145.72	9.12	284,949.22
支付给职工以及为职工支付的现金	45,404.35	55,575.42	72,404.83	26.28	9,539.21
支付的各项税费	300,290.52	385,610.94	285,495.54	-2.49	13,417.15
支付其他与经营活动有关的现金	453,422.19	747,907.92	789,656.40	31.97	1,567,725.45
经营活动现金流出小计	**1,723,880.98**	**2,381,261.99**	**2,248,702.49**	**14.21**	**1,875,631.03**
经营活动产生的现金流量净额	**1,171,686.99**	**1,161,003.21**	**1,800,166.95**	**23.95**	**-584,471.05**
二、投资活动产生的现金流量：				--	
收回投资收到的现金	1,515.64	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	41,278.22	--	68,600.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	219.65	41,858.59	223.19	0.80	5.08
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	--	1,591.46
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	78,872.98	130,661.26	--	0.00
投资活动现金流入小计	**1,735.29**	**120,731.57**	**172,162.67**	**896.06**	**70,196.54**
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,379.95	1,576.69	1,814.07	-12.69	865.71
投资支付的现金	287,763.50	559,304.96	400,960.03	18.04	243,960.52
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	233,358.32	69,555.16	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	78,872.68	262,814.92	664,756.34	190.31	0.00
投资活动现金流出小计	**602,374.45**	**893,251.72**	**1,067,530.45**	**33.12**	**244,826.23**
投资活动产生的现金流量净额	**-600,639.16**	**-772,520.15**	**-895,367.77**	**22.09**	**-174,629.69**
三、筹资活动产生的现金流量：				--	
吸收投资收到的现金	137,390.00	21,400.00	0.00	-100.00	0.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
取得借款收到的现金	1,253,076.12	1,467,213.40	949,951.37	-12.93	351,792.50
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	101,115.54	0.00	--	0.00
筹资活动现金流入小计	**1,390,466.12**	**1,589,728.94**	**949,951.37**	**-17.34**	**351,792.50**
偿还债务支付的现金	1,257,405.52	1,479,405.88	939,887.35	-13.54	241,240.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	201,291.87	136,040.74	159,316.26	-11.04	38,365.72
支付其他与筹资活动有关的现金	136,806.48	0.00	160,937.13	8.46	0.00
筹资活动现金流出小计	**1,595,503.88**	**1,615,446.61**	**1,260,140.74**	**-11.13**	**279,605.72**
筹资活动产生的现金流量净额	**-205,037.76**	**-25,717.67**	**-310,189.37**	**23.00**	**72,186.78**
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	--	0.00

				--	
五、现金及现金等价物净增加额	**366,010.07**	**362,765.39**	**594,609.81**	27.46	**-686,913.96**
加：期初现金及现金等价物余额	260,319.39	626,329.46	989,094.85	94.92	1,583,704.66
				--	
六、期末现金及现金等价物余额	**626,329.46**	**989,094.85**	**1,583,704.66**	59.01	**896,790.70**

附件 5　天津融创置地有限公司
2012 年～2014 年合并现金流量表补充资料

（单位：人民币万元）

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	**287,523.85**	**326,075.40**	**368,085.73**	*13.15*
加：资产减值准备	6,247.58	54,309.74	11,425.55	*35.23*
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	936.18	1,644.00	1,823.31	*39.56*
无形资产摊销	618.92	618.78	23.77	*-80.40*
长期待摊费用摊销	41.29	232.32	73.01	*32.97*
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1.88	-34.80	-13.01	--
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	--
公允价值变动损失	-1,900.00	-400.00	1,300.00	--
财务费用	8,714.34	10,876.23	58,631.78	*159.39*
投资损失	4,306.04	-17,827.24	-213,797.16	--
递延所得税资产减少	-35,684.72	-37,155.37	-6,451.21	*-57.48*
递延所得税负债增加	-28,018.44	-31,031.08	-13,137.15	*-31.53*
存货的减少	217,925.87	206,758.02	144,122.70	*-18.68*
经营性应收项目的减少	-200,332.75	-722,152.64	-221,849.03	*5.23*
经营性应付项目的增加	883,,813.76	1,367,745.24	1,669,645.36	*37.45*
其他	27,496.96	1,344.61	283.31	*-89.85*
经营活动产生的现金流量净额	1,171,686.99	1,161,003.21	1,800,166.95	*23.95*
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：	0.00	0.00	0.00	--
债务转为资本				--
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	--
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	--
	0.00	0.00	0.00	--
3.现金及现金等价物净变动情况：				--
现金的期末余额	626,329.46	989,094.85	1,583,704.66	*59.01*
减：现金的期初余额	260,319.39	626,329.46	989,094.85	*94.92*
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	366,010.07	362,765.39	594,609.81	*27.46*

附件 6　天津融创置地有限公司
主要财务指标

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
流动资产周转率(次)	--	0.46	0.34	--
存货周转率（次）	--	0.48	0.35	--
总资产周转率（次）	--	0.41	0.29	--
现金收入比率（%）	125.43	87.73	84.62	315.20
盈利能力				
总资本收益率（%）	--	12.07	14.47	--
总资产报酬率（%）	--	6.88	6.78	--
净资产收益率（%）	--	28.04	24.58	--
主营业务毛利率（%）	32.55	30.40	26.37	--
营业利润率（%）	21.41	21.52	22.47	6.48
费用收入比（%）	4.13	3.76	8.81	63.20
财务构成				
资产负债率（%）	83.71	80.22	77.74	77.73
全部债务资本化比率（%）	63.90	52.71	46.12	47.89
长期债务资本化比率（%）	44.63	40.31	32.03	26.58
偿债能力				
EBITDA 利息倍数（倍）	2.21	3.34	3.03	
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.30	0.34	--
经营现金债务保护倍数（倍）	0.65	0.79	1.25	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.32	0.27	0.63	-0.49
流动比率（倍）	1.43	1.40	1.31	1.22
速动比率（倍）	0.37	0.58	0.72	0.65
现金短期债务比（倍）	0.97	1.93	2.89	1.26
经营现金流动负债比率（%）	29.74	28.45	37.76	--
经营现金利息偿还能力（倍）	6.73	8.72	11.31	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	3.28	2.92	5.69	--
本次公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.64	0.74	0.80	--

注：2015 年 1 季度度报财务报表未经审计，相关指标未年化。公司未对 2011 年报表追溯调整，2012 年涉及需要两年数据计算的相关盈利及经营指标未计算。

附件 7　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 8　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
天津融创置地有限公司
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，联合评级将在本次债券存续期内，每年天津融创置地有限公司公告年报后 2 个月内对天津融创置地有限公司 2015 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

天津融创置地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。天津融创置地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天津融创置地有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现天津融创置地有限公司或本次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债券的信用等级。

如天津融创置地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，可公布信用等级暂时失效，直至天津融创置地有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果会同时在联合信用评级网站和交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间不会晚于在其他交易场所、媒体或者其他交易场合公开披露的时间，并报送天津融创置地有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年六月十日