

信用等级公告

联合〔2019〕1874号

联发集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对联发集团有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的2019年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

联发集团有限公司主体长期信用等级为AA+，评级展望为“稳定”

**联发集团有限公司拟面向合格投资者公开发行的2019年公司债券
(第一期)信用等级为AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年七月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层(100022)

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[Http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

联发集团有限公司

2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过30.00亿元（含）

本期债券期限：品种一5年（3+2）；品种二5年

担保方：厦门建发集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的担保

还本付息方式：每年付息，到期一次还本

评级时间：2019年7月19日

主要财务数据：

发行人

项目	2016年	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	325.17	496.75	669.10	715.10
所有者权益（亿元）	78.46	119.51	154.54	154.83
长期债务（亿元）	114.66	111.41	125.96	162.31
全部债务（亿元）	128.69	168.46	173.64	218.06
营业收入（亿元）	111.73	128.75	187.25	18.33
净利润（亿元）	10.06	12.39	20.73	1.41
EBITDA（亿元）	15.37	19.42	32.26	--
经营性净现金流（亿元）	-3.43	-34.91	-6.79	-21.51
营业利润率（%）	14.54	16.38	20.92	16.83
净资产收益率（%）	14.43	12.51	15.13	--
资产负债率（%）	75.82	75.94	76.90	78.35
全部债务资本化比率（%）	62.12	58.50	52.91	58.48
流动比率（倍）	2.17	1.63	1.56	1.63
EBITDA全部债务比（倍）	0.12	0.12	0.19	--
EBITDA利息倍数（倍）	2.62	2.33	2.92	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.51	0.65	1.08	--

担保方

项目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	1,509.97	2,102.14	2,531.24
所有者权益（亿元）	460.57	649.65	780.19
营业收入（亿元）	1,471.17	2,202.53	2,826.21
净利润（亿元）	36.20	44.19	81.15
资产负债率（%）	69.50	69.10	69.18

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2、其他流动负债中的短期应付债券已计入公司短期债务；其他非流动负债全部计入长期债务。3、2019年一季报未经审计，相关指标未年化。4、建发集团其他流动负债中的有息部分计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）的评级反映了公司作为厦门市国资委旗下的房地产开发公司，在股东背景、开发经验、品牌知名度等方面具备一定优势，近年营业收入和净利润持续增长；公司在建面积规模大，签约销售金额持续增长，自持物业经营情况良好，可以为公司未来盈利提供良好保障。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受调控政策影响较大、在建规模较大存在一定资金支出压力、债务规模大幅增长等因素对公司信用水平产生的不利影响。

近年来，公司加大开工力度，在建规模有所上升，未来随着项目的陆续销售，公司的收入与盈利实现较有保证，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，建发集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好。建发集团的担保实力较强，其担保对于本期公司债券信用级别的提升具有积极作用。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来，公司营业收入、净利润和签约销售金额持续增长，同时在建项目规模较大，未来可售、可结转面积大，可对公司收入形成一定支撑。

2. 公司自持物业规模较大，地理位置较好，状况总体良好，可以为公司带来稳定现金流；且自持物业以成本法计量，存在一定增值空间。

3. 公司债务结构以长期债务为主；货币

资金较充裕，短期偿债能力较强。

4. 担保方建发集团作为厦门市国资委直接管理的大型国有独资企业，收入规模不断扩大，整体运营状况良好，其担保显著提升了本期债券的信用水平。

关注

1. 近年来，公司开工进度加快，相比之下，公司土地储备规模偏少。
2. 公司在建和拟建项目中三四线城市项目占比较高，需关注后续去化风险。
3. 公司在建拟建规模较大，对公司的项目以及资金管理要求提升，可能加大公司的资本支出和融资压力。
4. 近年来，公司快速扩张，导致债务规模逐年增长，公司权益结构稳定性一般；投资收益占营业利润比例较高，对公司利润影响较大。

分析师

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

卢 瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

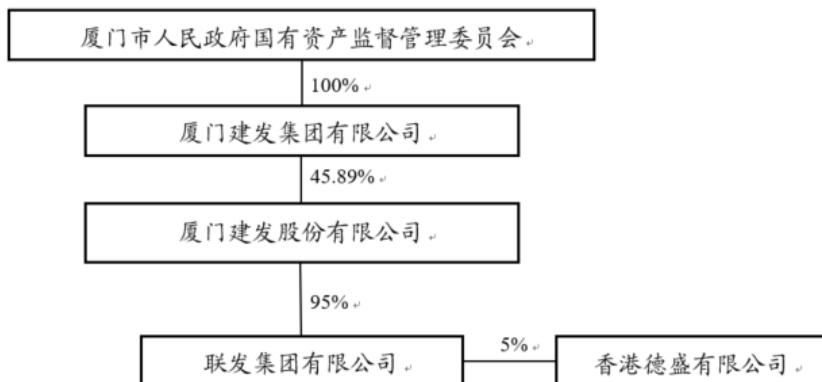
本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。



一、主体概况

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）于1983年10月18日在厦门市工商行政管理局注册成立，是由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）和香港德盛有限公司（以下简称“香港德盛”）共同出资组建的有限责任公司（台港澳与境内合资）。2013年8月6日，根据“厦投促审[2013]0436号”《厦门市投资促进局关于同意联发集团有限公司增资的批复》，公司注册资本由人民币18.00亿元增至人民币21.00亿元，所增资人民币3.00亿元由原股东按原出资比例以其2012年度分得的税后利润转投入。截至2019年3月底，公司注册资本为21.00亿元，控股股东建发股份持股比例为95.00%，公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：投资兴办独资、合资、合作及内联企业；房地产开发、经营、管理；经营进出口贸易、转口贸易、边境贸易，“三来一补”、租赁、仓储及相关代理业务；从事宾馆、酒店、商场管理及旅游业务；咨询服务业务；经营对外民间劳务输出业务；对文化产业的投资及投资管理、投资咨询（法律、法规另有规定除外）。

截至2019年3月底，公司设有产品开发中心、成本管理部、投资发展部、品牌与客户关系部、总经理办公室等13个职能部门（见附件1），公司拥有直接或间接控股子公司118家，员工人数为3,902人。

截至2018年底，公司合并资产总额669.10亿元，负债合计514.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计154.54亿元，其中归属于母公司所有者权益99.89亿元。2018年，公司实现合并营业收入187.25亿元，净利润（含少数股东损益）20.73亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为16.79亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.79亿元，现金及现金等价物净增加额为0.58亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额715.10亿元，负债合计560.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计154.83亿元，其中归属于母公司所有者权益100.83亿元。2019年1~3月，公司实现合并营业收入18.33亿元，净利润（含少数股东损益）1.41亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.94亿元；经营活动产生的现金流量净额-21.51亿元，现金及现金等价物净增加额为11.93亿元。

公司地址：厦门市湖里区湖里大道31号；法定代表人：赵胜华。

二、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“联发集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为不超过人民币 30.00 亿元（含 30.00 亿元），债券票面金额为人民币 100 元，按面值发行。本期债券设两个品种，品种一的期限为 5 年期固定利率，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二的期限为 5 年期固定利率。两个品种间可以进行互拨，回拨比例不受限制。本期债券票面年利率由发行人和主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定，具体面向合格投资者发行的票面利率确定方式视发行时上交所相应交易规则确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由建发集团作为担保人提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券发行募集资金拟全部用于偿还债务性借款。

三、行业分析

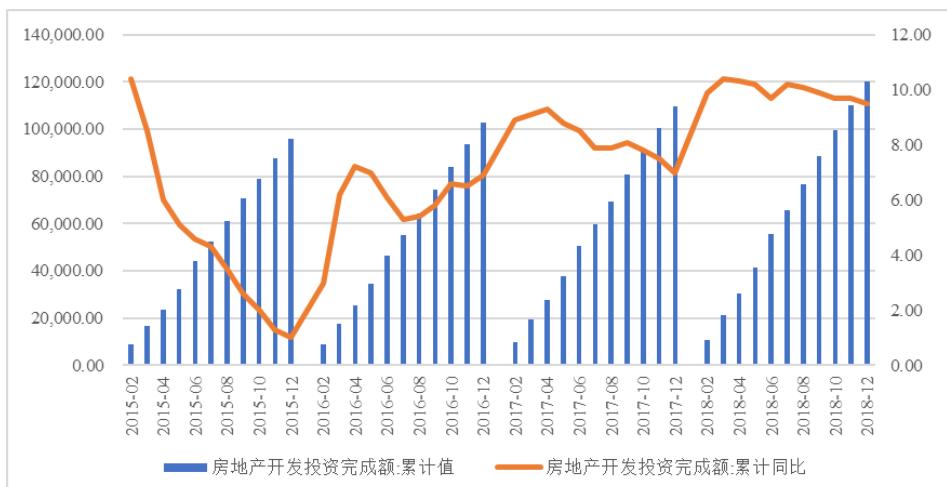
公司主营业务为房地产开发与销售，属房地产行业的子行业。公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799.00 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，2016年以来房地产投资增速有所回升，2018年虽保持较高增速，但下滑趋势显现。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地是房地产业企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

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

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

2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下

滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

表1 2015~2018年全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米，%，亿元，元/平方米）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年
推出面积	113,235	103,212	111,907	128,440
同比	-18	-9	8	20
成交面积	85,671	85,885	95,036	105,492
同比	-21	-3	8	14
出让金	21,793	29,047	40,623	41,773
同比	-10	31	38	2
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,159
同比	14	40	26	-11
土地平均溢价率	16	43	29	13
同比	上升6个百分点	上升27个百分点	下降14个百分点	下降16个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

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

（2）开发资金来源状况

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

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

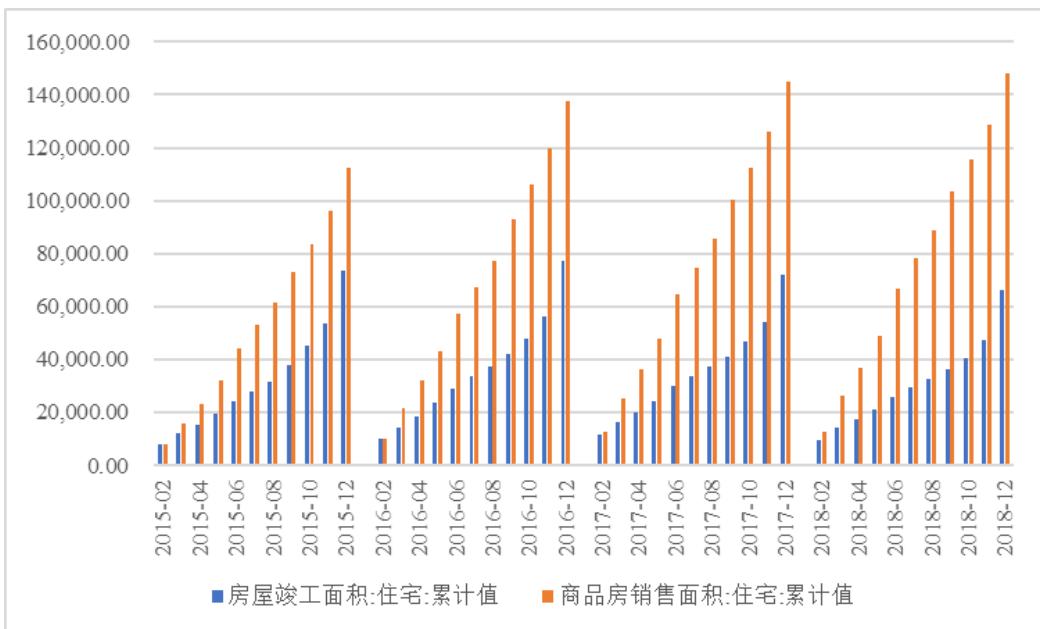
2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

总体看，2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

(3) 市场供需情况

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

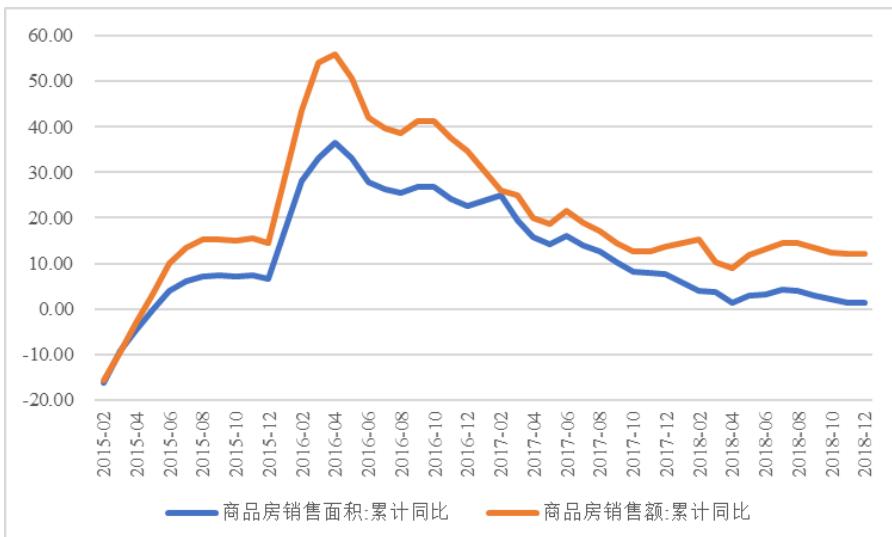
图3 2015~2018年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

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

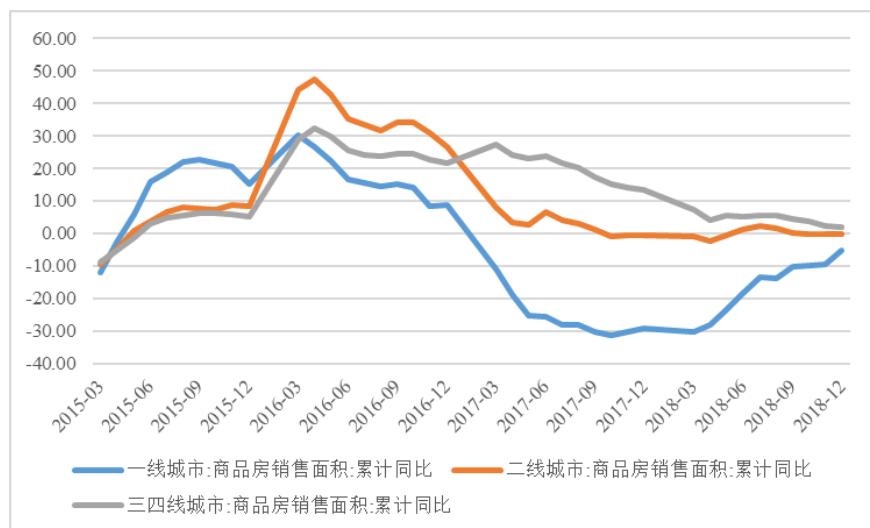
图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况 (单位: %)



资料来源: Wind资讯

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

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 联合评级搜集整理

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

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

(4) 销售价格情况

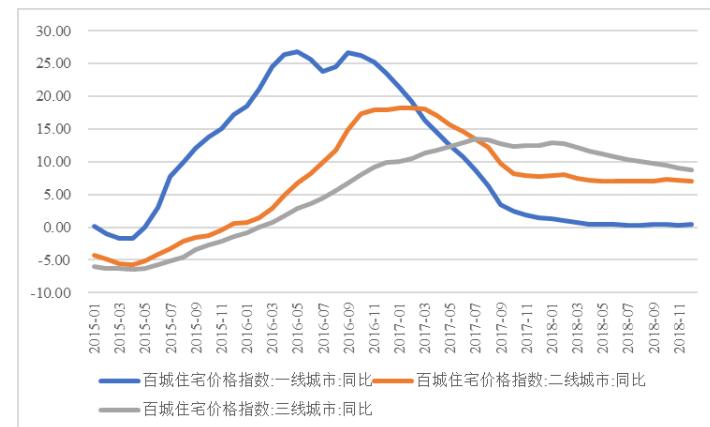
从商品房销售价格看，2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015年3月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。

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

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

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

图 6 2015~2018年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自2015年5月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

从2003年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016年，房地产行业前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为18.81%和25.33%，分别较上年提高1.94和2.52个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为12.19%

和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89% 和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08% 和 25.74%，集中度继续提升。

表 2 2015~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

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

4. 行业政策

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

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发<北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）>的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”

资料来源：联合评级搜集整理

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

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城施策。

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

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房

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

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

5. 行业关注

(1) 行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

(2) 房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

(3) 中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来展望

(1) 调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房

地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

(2) 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

(3) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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

(4) 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以房地产开发与销售、物业租赁为主业的房地产运营商，经过 30 多年的发展，项目开发区域已覆盖厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、鄂州和漳州等二、三线重要城市。公司所开发项目在厦门、桂林、南昌等地已成为区域性知名地产品牌。

公司拥有房地产开发一级资质，先后开发了“联发·紫薇花园”、“联发·云海山庄”、“联发·君澜天地”、“联发·君悦朝阳”、“联发·尚品”、“联发·嘉园”、“联发·九都府”、“联发·滨海琴墅”、“联发·君悦华府”、“联发·欣悦华庭”等多个项目。公司成立至今获得了较多的荣誉，主要有：全国优秀外商投资企业、福建企业 100 强、福建省地税百强、厦门市 AAA 级资信企业、“中国诚信地产品牌” 200 强、厦门特区建设 30 年功勋企业、全国履行社会责任贡献突出的外商投资企业。公司在由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家研究机构联合发布的“2019 中国房地产百强企业”位列第 46 名。

总体看，公司房地产开发经验较丰富，公司开发的项目在当地拥有一定的影响力和较高的品牌知名度。

2. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 14 名，公司高管人员均具有相关行业从业经验或管理经验，部分高管人员在公司任职时间较长，整体行业或管理经验丰富。

公司董事长赵胜华先生，1970 年 10 月出生，本科学历，高级会计师。曾任公司财务部总经理、总经理助理、副总经理、总经理，现任公司董事长。

公司总经理庄学谦先生，1967 年 8 月出生，大专学历，高级工程师。曾任联发集团桂林联泰置业有限公司总经理、广西联发呈辉房地产公司总经理、南宁联发置业有限公司总经理、联发集团天津房地产开发有限公司总经理、联发集团有限公司总经理助理，现任公司总经理。

截至 2019 年 3 月底，公司在职员工 3,902 人。从学历构成看，公司本科及以上学历者占比 36.41%，大专学历者占比 24.24%，大专以下学历者占比 39.35%；从岗位构成看，公司管理人员占比 11.79%，技术人员占比 9.07%，财务人员占比 4.61%，行政人员占比 4.87%，业务人员占比 29.68%，基层员工占比 39.98%；从年龄构成看，公司 50 岁以上者占比 7.28%，30~50 岁者占比 56.87%，30 岁以下者占比 35.85%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具有丰富的行业经验和管理经验；公司员工构成较合理，能够满足公司目前经营发展的需要。

五、管理体制

1. 治理结构

公司按照《公司法》和《中外合资经营企业法》等有关法律以及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由董事会、监事和经理层组成的法人治理结构体系，并确立了董事会、监事和经理层在决策、执行、监督等方面的职业权限、程序以及应履行的义务，形成了权力机构、决策机构、经营机构和监督机构科学分工、各司其责、有效制衡的治理结构。

根据公司章程，公司设立董事会，由 7 名董事组成，均由建发股份委派；设董事长 1 名，由董事会选举产生。董事任期四年，经委派方继续委派，可以连任。董事会是公司的最高权力机构，决定公司的一切重大事宜，行使决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的内部管理机构设置方案、制定公司的基本管理制度等职权。

公司设监事 1 人，由股东各方共同委派。监事依《公司法》规定行使职权，监事任期每届为三年，任期届满，经委派可以连任。公司董事、高级管理人员不得兼任公司监事。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由建发股份推荐，总经理和副总经理由董事会聘任，任期三年，经董事会同意可以连任；总经理行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

总体看，公司法人治理结构有效，董事会能够独立运作，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司根据自身经营管理的需要，设立了产品开发中心、前期开发部、营销管理部、成本管理部、工程项目建设部、投资发展部、品牌与客户关系部、总经理办公室、人力资源部、财务部、资金部、审计部和信息化应用部共 13 个部门。公司部门设置清晰，符合自身经营特点。目前，公司各业务管理部门与职能部门合作紧密，分工明确，各项管理制度、管理规范开展和执行情况良好。

重大投资决策控制方面，公司制定了《投资业务管理规定》及《房地产业新项目拓展管理规定》等投资管理制度，对公司投资业务进行规范，制度明确了投资业务管理权限、新设投资企业的管理流程、投资企业股权的日常管理、投资企业股权变更的管理和重大投资项目的管理等。针对公司主业房地产业务的特点，在《房地产业新项目拓展管理规定》制度中明确了项目拓展的组织管理机构以及信息收集、可行性论证和立项决策程序等环节的要求，形成科学、有效和稳健的项目决策机制。

财务与会计控制方面，公司实行统一的财务管理和会计核算制度。公司制订了《财务管理制度》和《资金管理制度》，涵盖会计核算管理、预算管理、资金管理、费用管理、投资管理、资产管理、税务管理、财产投保管理和财务印鉴管理等方面。在会计核算方面，通过财务管理制度中对各业务部门（企业）具体核算办法的规定，提高账务处理准确性和规范性，确保会计信息质量；在财务预算方面，公司实行全面的预算管理，预算内容包括经营收入、成本费用、房产开发计划、利润及资金收支等。公司严控预算外支出，各项预算均需有详实的编制依据，预算执行结果与业绩考核等挂钩。在资金管理方面，公司实行严格的付款审批程序，严格限制对外借款，各类款项支付均需履行相应的签字审批程序；公司严格控制银行账户的开立和撤销，各所属公司银行账户的开立均需由公司资金部审核后报公司分管领导审批；公司严格控制外部融资，各所属公司外部融资事项均需报经集团公司同意；公司还通过对各所属房地产公司月度的《资金收支计划表》审批，以及《资金收支计划执行情况表》月报的报送等途径及时掌握和监控所属房地产公司的资金动态。在资产管理方面，公司在《固定资产管理规定》和《财务管理制度》中分别规定了固定资产和存货的管理，明确固定资产购置和处理的审批权限、日常管理；公司定期对各项实物资产进行盘点，确保账实相符、各项资产得到有效利用；并规范了公司财产投保的管理；在财务报告方面，公司建立了较完整的财务报告体系，每月编制财务报表和财务分析报告，各项财务报告均安排有相应人员进行复核。

对子公司的管理控制方面，公司注重管控力度与所属企业经营灵活性的兼顾和平衡。公司负责项目投资决策，子公司董事、监事、高级管理人员配备，重大经营事项的审批，重要管控制度的制订，经营指标的制订与考核等方面，各子公司负责项目的具体运作经营。在对主营的房地产业务的管控上，集团公司设置地产拓展部、成本管理部、产品开发中心、品牌与客户关系部等专业管控部门，负责对房地产项目地块获取、成本、设计、产品开发节点、开发质量、品牌推广及客服管理等的管控。在分工明确的基础上，公司通过财务监控、专业检查和内部审计等手段，监督子公司有效履行职责。

在产品开发质量控制方面，公司制订了《房地产项目质量管理规定》和《房地产项目设计管理规定》等管理制度及作业流程，对房地产开发项目规划设计、施工管理、材料设备采购、工程验收和重大工程质量事故的处理等各个环节的管理进行了规范，确保公司质量控制体系的不断完善和持续改进。在工程质量监督管理上形成了项目部负责日常管理，开发单位负责月度联检，公司产品开发中心组织季度工程综合联检的三级监督管理体系。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好

六、经营分析

1. 经营概况

公司确定了房地产开发与销售、物业租赁两条业务发展主线，主营业务包括房地产开发与销售、供应链运营、物业租赁及管理，主要产品包括住宅、工业园区、写字楼、商业广场和酒店等。

2016~2018年，公司营业收入逐年增长，复合增长率为29.46%，主要系房地产业务规模逐年扩大所致；同期，净利润复合增长率为43.54%。

从营业收入构成来看，房地产开发与销售为公司核心业务，2016~2018年在营业收入中的占比分别为86.19%、86.94%和83.85%。2016~2018年，公司房地产开发业务收入逐年增长，年均复合增长27.69%，主要系近年公司业务规模扩大，结转项目增加所致。同期，公司供应链运营业务收入年均复合增长38.35%，主要系业务开拓所致；公司供应链运营业务收入占营业收入的比重分别为9.99%、8.91%和11.41%。2016~2018年，公司物业及租赁管理业务和其他收入（包括投资和担保业务等）均有所增长，但整体收入规模较小，对营业收入影响较小。

从盈利情况来看，房地产开发业务的毛利率水平对公司的盈利影响较大。2016~2018年，公司房地产开发业务毛利率分别为21.59%、22.12%和30.62%，呈持续上升趋势，主要系结转项目毛利率持续提升所致。同期，公司供应链运营业务毛利率分别为0.88%、1.69%和1.60%，其中2016年毛利率较低，主要系公司开拓市场让利所致。同期，公司物业及租赁管理业务毛利率分别为55.13%、51.98%和42.31%，呈下降趋势但处于较高水平。综上，近三年公司综合毛利率分别为20.86%、21.51%和28.55%。

表 5 2016~2019 年 3 月公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	2016年			2017年			2018年			2019年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	96.30	86.19	21.59	111.93	86.94	22.12	157.01	83.85	30.62	10.81	58.97	32.10
供应链运营	11.16	9.99	0.88	11.48	8.91	1.69	21.36	11.41	1.60	5.50	30.01	0.55
物业及租赁管理	3.68	3.29	55.13	4.28	3.32	51.98	4.99	2.66	42.31	1.61	8.78	42.86
其他业务	0.59	0.53	65.49	1.07	0.83	47.59	3.90	2.08	75.38	0.42	2.29	30.95
合计	111.73	100.00	20.86	128.75	100.00	21.51	187.25	100.00	28.55	18.33	100.00	23.57

资料来源：公司提供

2019年1~3月，公司营业收入和净利润分别为18.33亿元和1.41亿元，同比分别增长10.83%和减少42.45%。2019年1~3月，公司综合毛利率为23.57%，较上年有所下降。

总体看，房地产开发业务为公司营业收入及利润的主要来源，近三年，公司营业收入稳定增长，毛利率有所提升。

2. 土地储备

公司土地储备主要通过“招、拍、挂”方式获得，并根据实际情况不排除收购、合作开发等其他方式拿地，以减轻公司的资金压力，提升盈利水平。

从土地储备的目标区域来看，公司目前房地产项目的开发区域主要定位于二三线经济较为发达的省会城市、直辖市、旅游城市，并积极向上海等一线城市拓展。目前公司的储备用地主要分布在鄂州、桂林、南昌、南宁、厦门和天津等地。

2016年，公司共购入土地19块，新增土地权益储备210.02万平方米。2017年，公司共购入土地25块，新增土地储备权益面积226.99万平方米。2018年，公司共购入土地20块，新增土地储备权益面积213.61万平方米。2019年1~3月，公司共购入土地1块，新增土地储备权益面积10.13万平方米。截至2019年3月底，公司土地储备权益建筑面积达到253.31万平方米。从2018年新开工面积来看，公司土地储备面积偏小。公司地块分部较广，楼面价处于合理水平。

表6 截至2019年3月底公司土地储备情况(单位:亿元、万平方米、%、元/平方米)

项目名称	位置	土地用途	成交地价	权益计容建筑面积	土地获取方式	权益比例	土地取得时间	楼面价
莆田电商城五期	莆田	住宅、商业、办公	0.45	2.48	招拍挂	80	2015.4.30	1,451.61
君领天玺二期	莆田	住宅、商业	10.12	10.03	招拍挂	100	2017.9.29	10,089.73
南昌时代天阶商业	南昌	住宅、商业、办公	2.13	10.42	收购	80	2016.5.20	1,635.32
龙洲湾一号	重庆	住宅、商业	0.36	1.20	招拍挂	100	2016.11.28	3,000.00
南山项目	重庆	住宅、商业	4.32	7.12	收购	80	2017.3.15	4,853.93
红莲湖项目	武汉	住宅、商业、服务业	5.29	84.73	招拍挂	100	2013.1.7	624.34
阅山湖	鄂州	住宅、商业	6.40	24.67	招拍挂	100	2017.12.8	2,594.24
东悦府二、三、四期	重庆	住宅、商业	15.25	12.71	招拍挂	50	2018.5.31	5,999.21
棠颂	苏州	住宅	7.36	6.95	招拍挂	100	2018.6.5	10,589.93
东南花都项目	厦门	住宅	1.87	20.70	收购	19	2018.6.25	171.64
臻境	南宁	住宅	11.92	19.00	招拍挂	100	2018.7.20	6,273.68
君悦江山	九江	商住	4.45	5.61	招拍挂	51	2018.7.26	4,045.45
君悦湖	九江	商住	2.72	6.86	招拍挂	100	2018.7.26	3,965.01
乾景御府	桂林	商住	2.16	17.02	招拍挂	100	2018.10.31	1,269.10
天津津西青(挂)2018-21号	天津	住宅	17.71	13.68	招拍挂	100	2018.12.21	12,945.91
君领首府	漳州	商住	7.53	10.13	招拍挂	100	2019.1.24	7,433.37
合计	--	--	100.04	253.31	--	--	--	--

注: 楼面价=成交地价*权益比例/权益计容面积

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

总体看, 公司近三年拿地规模比较稳定, 在手土储楼面均价较为合理, 土地储备位于十多个城市, 二三线均有分布, 布局较为分散。

3. 项目开发情况

2016~2018年, 公司新开工面积不断增长, 年均复合增长69.08%; 同期受工程进度影响, 公司竣工面积波动增长, 年均复合增长31.34%; 期末在建面积近三年持续增长, 年均复合增长71.11%。2019年1~3月, 由于竣工面积较少, 在建面积进一步增加。

表7 2016~2019年3月公司房地产开发数据

项目	2016年	2017年	2018年	19年1~3月
新开工面积(万平方米)	196.97	295.03	563.13	79.60
竣工面积(万平方米)	120.00	99.88	207.00	9.93
期末在建面积(万平方米)	285.96	481.11	837.24	906.91

资料来源: 公司提供

截至2019年3月底, 公司在建及拟建项目规模较大, 项目数量53个, 其中有20个项目进度超过50%, 总权益建筑面积1,225.18万平方米, 位于三线城市占比较高(占60.55%); 项目总投资1,022.43亿元, 累计已投资601.95亿元, 未来三年预计投资365.93亿元。公司尚需投资规模较大, 有一定资本支出压力(详见附件2)。

表 8 截至 2019 年 3 月底公司在建及拟建项目分布情况 (单位: 万平方米、%)

城市	建筑面积	占比
鄂州	149.99	12.24
赣州	33.79	2.76
桂林	94.63	7.72
杭州	35.93	2.93
江门	17.96	1.47
晋江	34.48	2.81
九江	79.17	6.46
柳州	95.71	7.81
南安	48.62	3.97
南昌	47.32	3.86
南京	8.30	0.68
南宁	131.90	10.77
莆田	100.21	8.18
厦门	16.41	1.34
苏州	18.04	1.47
天津	87.86	7.17
扬州	39.85	3.25
漳州	13.44	1.10
镇江	15.99	1.31
重庆	155.58	12.70
合计	1,225.18	100.00

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

总体看, 公司近年来加大开工力度, 整体在建和拟建项目规模较大, 能够保证公司未来销售的需要。公司在建及拟建项目未来尚需完成投资金额较大, 对公司资金和项目管理能力要求提升。在建项目中位于三线城市占比较高, 近年棚改货币化安置力度渐弱, 公司项目可能面临一定的去化风险。

4. 房产销售情况

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

从销售收入来看, 公司的产品类型主要为住宅和商业, 一般在住宅项目周边配套商业设施一起销售。公司住宅销售的目标对象主要为中、高级消费人群。为了实现房屋的及时销售和资金按期回笼, 公司会根据各地区实际情况和之前年度销售情况制定年度销售计划, 并分解至季度和月度, 落实到各个项目公司, 由项目公司营销部门负责执行销售计划, 公司营销管理部负责计划的

制定、销售监督、业绩考核和人员激励，并定期与销售团队召开销售会议。公司高效严密的计划和考核体系保证了房款回笼的速度。

2016~2018 年，随着推盘数量的逐年增加，公司协议销售面积和销售金额呈持续增长态势，销售面积年均复合增长 54.61%，销售金额年均复合增长 68.71%。随着二线城市销售占比上升，近年销售均价有所上升。2019 年 1~3 月，公司协议销售金额 52.09 亿元，协议销售面积 50.96 万平方米，协议销售均价为 1.02 万元/平方米。

表 9 2016~2019 年 3 月公司商品房销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 1~3 月
协议销售面积（万平方米）	132.74	240.66	317.29	50.96
协议销售金额（亿元）	122.71	258.35	349.27	52.09
协议销售均价（万元/平方米）	0.92	1.07	1.10	1.02
结转收入面积（万平方米）	102.24	128.80	167.35	9.93
结转收入（亿元）	96.30	111.93	157.10	10.81

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在售项目共 57 个，从销售情况来看，公司在售项目整体已完成销售计划的 86.10%，销售回款情况良好。

表 10 截至 2019 年 3 月底公司在售项目情况（单位：亿元、%）

项目	在售项目的销售计划	总销售计划	截至 19 年 3 月末已回笼资金	去化率
重庆龙洲湾一号	2017 年-2021 年	23.67	20.36	86.05
重庆西城首府	2018 年-2021 年	10.00	7.84	78.43
重庆欣悦	2015 年-2018 年	15.82	14.32	90.53
重庆东悦府	2018 年-2022 年	1.79	1.32	73.59
重庆融创金开融府	2017 年-2019 年	5.06	4.77	94.14
重庆公园里	2017 年-2018 年	2.98	2.77	92.94
镇江悦山园	2018 年-2020 年	0.31	0.00	0.00
漳州欣悦华庭	2014 年-2018 年	20.84	18.68	89.63
漳州长泰桃李春风	2016 年-2021 年	10.63	9.30	87.51
漳州万科玖龙台	2017 年-2019 年	11.97	10.74	89.70
扬州君悦华府	2018 年-2020 年	30.13	29.19	96.88
武汉红墅东方	2016 年-2025 年	18.87	13.69	72.52
武汉九都国际	2012 年-2016 年	22.06	20.90	94.74
天津熙园	2017 年-2019 年	7.70	5.58	72.48
天津红郡	2016 年-2019 年	20.25	19.23	94.96
天津禹洲悦府	2017 年-2020 年	8.17	7.37	90.23
天津第五街	2013 年-2017 年	26.62	26.20	98.45
天津滨海琴墅	2010 年-2014 年	16.45	16.23	98.62
天津欣悦学府	2016 年-2019 年	27.51	27.32	99.32
苏州苏悦湾	2018 年-2020 年	1.08	0.21	19.26
厦门欣悦湾	2013 年-2018 年	40.58	38.35	94.50
厦门欣悦学府	2014 年-2017 年	15.06	14.92	99.06
泉州海峡一号	2017 年-2020 年	17.01	14.00	82.29

泉州君悦湾	2017 年-2020 年	13.39	12.05	89.98
泉州晋江云城	2018 年-2021 年	1.29	0.16	12.56
莆田君领天玺	2018 年-2021 年	19.26	1.58	8.21
莆田电商城	2015 年-2022 年	32.86	28.05	85.36
莆田尚书第	2018 年-2020 年	4.62	0.51	10.96
莆田林语溪	2018 年-2021 年	12.75	9.30	72.98
莆田君领绶溪	2017 年-2019 年	17.82	17.21	96.57
南宁西棠春晓	2018 年-2020 年	15.71	12.60	80.21
南宁君澜	2015 年-2019 年	32.84	29.84	90.87
南宁青溪府	2017 年-2019 年	21.78	20.43	93.78
南宁尚筑	2013 年-2016 年	14.73	14.29	96.99
南宁君悦	2018 年-2020 年	3.65	3.22	88.05
南宁招商境界	2017 年-2019 年	4.06	3.82	94.03
南宁西城一号	2017 年-2020 年	4.74	4.59	96.70
南昌公园前	2016 年-2019 年	8.18	7.28	88.97
南昌新力合园	2017 年-2019 年	20.79	20.45	98.36
南昌时代天阶	2017 年-2021 年	4.24	3.93	92.65
南昌时代天境	2018 年-2019 年	8.22	8.00	97.28
南昌金域滨江	2016 年-2018 年	5.95	5.81	97.72
柳州君悦兰亭	2017 年-2020 年	14.24	10.81	75.91
柳州滨江	2017 年-2020 年	17.36	14.28	82.25
柳州君悦壹号	2018 年-2020 年	14.10	12.70	90.11
柳州荣君府	2016 年-2018 年	5.83	5.58	95.81
柳州柳雍府	2016 年-2018 年	2.78	2.62	94.09
九江浔阳府	2018 年-2021 年	17.21	9.71	56.44
九江天璞	2018 年-2020 年	7.79	7.00	89.84
杭州藏珑大境	2018 年-2020 年	3.92	0.33	8.55
杭州藏珑玉墅	2017 年-2020 年	11.54	10.67	92.43
桂林悦溪府	2018 年-2020 年	7.59	2.77	36.53
桂林乾景	2013 年-2017 年	15.79	13.99	88.58
桂林碧桂园	2017 年-2020 年	17.34	16.78	96.78
赣州君悦华府	2018 年-2020 年	4.00	0.64	16.09
赣州保利联发康桥	2017 年-2020 年	14.22	13.77	96.84
赣州雍榕华府	2017 年-2019 年	17.48	17.19	98.34
合计	--	772.63	665.24	86.10

资料来源：公司提供

总体看，公司销售主要以自建销售团队方式为主；随着房地产市场的回暖，公司房地产协议销售面积和协议销售金额不断增长；公司整体去化率较好。

5. 持有性物业经营业务

物业及租赁管理业务方面，历经 30 余年的发展，公司逐步形成了开发与持有合理配比，滚动发展与自主运营相结合的合理有效布局。目前公司持有的物业主要为工业地产、商用房产（包括商业和写字楼）和教育地产，分布在厦门、南昌和桂林等地，其中大部分物业在厦门。公司物业出租情况总体良好，采取预收 1 至 3 个月的租金作为保证金，租户按月或季度缴纳租金的收费方

式。2016~2018年，公司物业及租赁业务收入分别为3.68亿元、4.28亿元和4.99亿元，呈持续增长态势，主要系管理面积及租金水平上涨所致。2019年1~3月，公司物业及租赁业务收入为1.61亿元。

公司在厦门拥有厦门华美文创园、湖里写字楼、电子商城、杏林工业园、黄金工业园、软件学院等物业资产，类型涵盖商业、写字楼、工业园区、教育地产等，满足了市场对于不同类型物业的广泛需求，分散单一业态租赁风险。截至2019年3月底，公司自持物业（不含自用面积）建筑面积119.13万平方米，其中联发电子商城因装修改造，出租率较低，其他物业出租情况较好。自持物业按成本计量，有一定升值潜力。

表11 截至2019年3月底公司持有物业情况（单位：万平方米、%、万元）

序号	项目名称	建筑面积	物业概况	出租率	账面价值	项目所在地
1	湖里工业园	16.00	工业厂房	73	2,054.41	厦门
2	杏林工业园	5.56	工业厂房	90	3,464.10	厦门
3	黄金工业园	16.79	工业厂房	97	23,925.87	厦门
4	软件学院	6.58	教育地产	100	12,955.11	厦门
5	湖里写字楼	7.59	写字楼	94	6,063.94	厦门
6	湖里颐豪酒店等	3.37	酒店	100	3,863.28	厦门
7	华美文创园	4.07	文创园	95	11,848.73	厦门
8	文创口岸	3.67	文创园	92	13,697.59	厦门
9	联发电子商城	3.09	商业	2	19,507.30	厦门
10	联达商业广场	5.74	商业	97	19,550.02	桂林
11	联发广场	4.01	写字楼	87	34,305.65	南昌
12	九都国际	0.96	商业	84	16,226.59	武汉
13	软件学院在建	26.85	教育地产	100	10,055.74	厦门
14	自持配套	14.85	商业	100	121,281.84	各地
合计		119.13	--	--	298,800.17	--

资料来源：公司提供

总体看，公司持有物业主要分布在厦门市，物业类型多样；投资性房地产按成本法计量，历史成本较低，有一定的增值潜力；目前公司持有型物业盈利稳定，物业地理位置较好，可为公司提供稳定的现金流。

6. 供应链运营业务

公司的供应链运营业务主要是围绕公司房地产业务进行的，目的是降低公司的营运成本，拓宽融资渠道，为公司房地产业务发展提供有力的支撑，以保障公司的盈利水平。业务主要由公司子公司厦门联信诚有限公司负责，业务内容主要包括仪器、石材、化工、矿产品、农副产品等进口、内贸业务，钢材、电梯等建材代理业务，服装辅料、休闲鞋、塑料制品等出口业务。目前主要供应链运营业务以国内贸易为主，国内贸易占比达90%以上，结算方式以现金、信用证、银行承兑汇票为主；国外贸易占比5%左右，以现金、信用证结算为主。

2016~2018年，公司供应链业务收入分别为11.16亿元、11.48亿元和21.36亿元，呈不断增长态势。但公司供应链业务盈利能力较弱，近三年毛利率分别为0.88%，1.69%和1.60%，对公司利润的直接贡献水平不高。2019年1~3月，公司供应链运营业务收入为5.50亿元。

总体看，公司供应链运营业务收入有所增长，但毛利率水平较低，对公司利润贡献不大。

7. 经营效率

受公司拿地节奏影响，公司存货周转次数有所波动；2016~2018年，公司存货周转次数波动上升，分别为0.47次、0.41次和0.36次；同期，公司流动资产周转次数分别为0.44次、0.36次和0.36次，两指标随着存货的快速增加均呈下降趋势；同期，公司总资产周转次数分别为0.39次、0.31次和0.32次，呈波动下降态势。

表 12 房地产开发类上市公司 2018 年经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
迪马股份	0.33	0.31	0.27
华远地产	0.18	0.18	0.16
滨江集团	0.35	0.32	0.29
大名城	0.25	0.30	0.26
联发集团	0.36	0.36	0.32

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，但由于公式差异导致的结果差异波动较小，故并不影响最终对行业比较的最终判断

资料来源：Wind

总体看，随着存货的快速增加，公司经营指标近年有所下降。从同行业上市公司比较来看，公司经营效率处于行业中上水平。

8. 经营关注

(1) 土地储备相对开工力度而言规模不大

公司2018年新开工面积大幅增长，从开工力度看，公司土地储备规模一般，未来有补充土储的需求。

(2) 有一定规模的三四线城市项目

公司在三四线城市有一定规模的项目，若三四线城市景气度发生变化，公司存在一定的项目去化风险。

(3) 项目尚需投资规模较大

公司近年在建面积快速增长，截至2019年3月底，公司在建及拟建项目预计未来三年投资365.93亿元，公司有一定的融资和资金支出压力。

9. 未来发展

公司立足厦门，推进全国区域性布局，实现持续健康发展。通过房地产、物业租赁经营和增值服务，增强企业核心竞争力，实现联发品牌影响力的持续提升。

区域拓展方面，公司目前的主要业务集中在厦门、南昌、桂林、南宁、武汉、重庆、天津、扬州等地，公司凭借以往的经验、对当地的了解以及优良的市场声誉，计划通过在现有及未来住宅项目设计和开发中运用标准化运营程序的方式，深耕已有城市房地产市场，巩固在多个城市的领先地位，提高市场份额。公司将继续提升各地开发项目的品质、开发新的项目主体及设计、创新及完善各新项目开发的配套设施以及完善物业管理服务。未来5年，公司计划扩展到长三角具有高增长潜力的城市。

土地储备方面，公司将通过多种形式获取土地储备，探索文化创意和产业用地等新业态，关注海外房地产发展机会。同时，公司将继续增加具有高增长潜力地区的土地储备；在收购土地之前，公司将综合考虑诸多因素，如未来的城市比较、土地供应、土地成本、城市规划及开发、政

府的优惠政策、周边基础设施以及增长潜力和地区投资价值等。

标准化运作方面，为了进一步改善项目管理以及维持稳定健康的增长及运营扩张，公司计划继续优化及改善运营体系。公司计划将部分项目流程标准化，并复制到今后的物业开发项目中。凭借标准化运作程序，公司将能够继续提高项目规划质量、设计效率及保持物业开发项目的形象及品质。

总体看，公司未来发展战略明晰，依托自身优势，在深挖现有业务地区资源的基础上战略性外拓；规划了较为清晰的土地储备计划，对资源的筛选提出了较高的标准。公司通过扩展业务布局、补充优质资源和提升管理效率等方式来提升公司未来的可持续发展能力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016~2018年度合并财务报表均经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具了标准无保留意见的审计报告，2019年一季度报表未经审计。公司执行财务部颁布的最新版企业会计准则。2017年公司非同一控制下合并5家，同一控制下合并3家，新设子公司17家。2018年非同一控制下合并4家，新设子公司25家，不再纳入合并范围子公司3家。由于新纳入合并范围公司大都为当地房地产开发项目公司，故财务数据的可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额669.10亿元，负债合计514.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计154.54亿元，其中归属于母公司所有者权益99.89亿元。2018年，公司实现合并营业收入187.25亿元，净利润（含少数股东损益）20.73亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为16.79亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.79亿元，现金及现金等价物净增加额为0.58亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额715.10亿元，负债合计560.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计154.83亿元，其中归属于母公司所有者权益100.83亿元。2019年1~3月，公司实现合并营业收入18.33亿元，净利润（含少数股东损益）1.41亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.94亿元；经营活动产生的现金流量净额-21.51亿元，现金及现金等价物净增加额为11.93亿元。

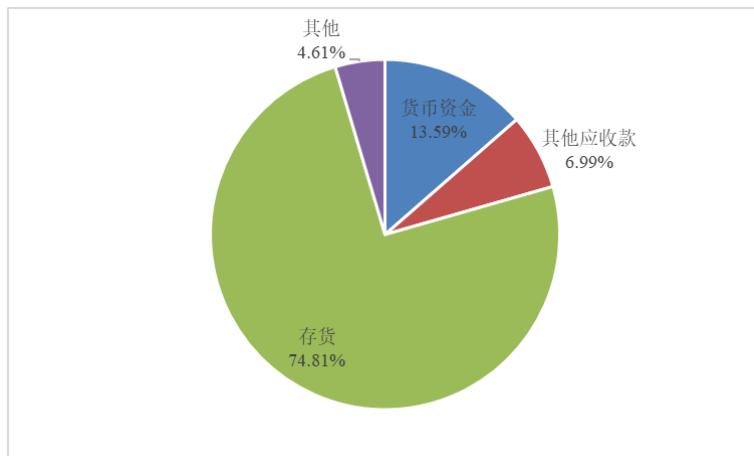
2. 资产质量

2016~2018年，公司资产规模不断增长，年均复合增长率为43.45%。截至2018年底，公司资产总额669.10亿元，较年初增长34.69%，主要系流动资产的增长所致；其中流动资产占比90.19%，非流动资产占比9.81%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2016~2018年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长率为45.73%，主要系存货的增长所致。截至2018年底，公司流动资产603.45亿元，较年初增长39.79%，主要由货币资金（占比13.59%）、其他应收款（占比6.99%）和存货（占比74.81%）构成，如下图所示。

图7 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长率为37.02%，主要系公司对外融资规模提高所致；截至2018年底，随着营业规模的扩张，公司货币资金82.03亿元，较年初增长20.25%。公司货币资金以银行存款（占66.46%）和其他货币资金（占33.54%）为主。截至2018年底，公司受限货币资金为27.34亿元，受限比例33.33%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金及用于质押的定期存款等，货币资金受限比例一般。

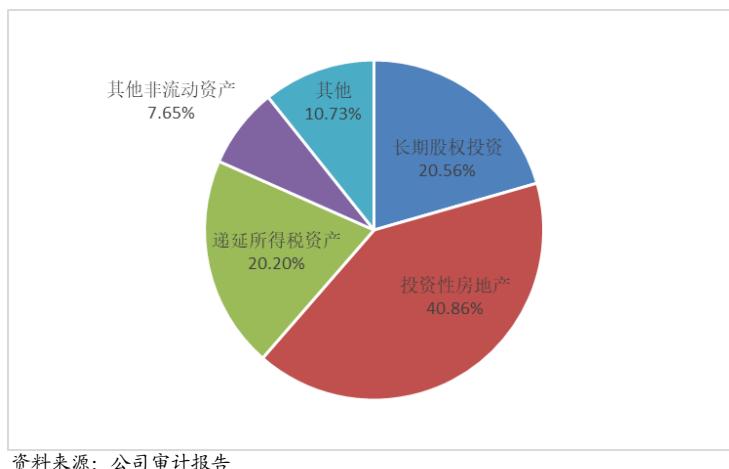
公司其他应收款主要包括公司关联方往来款、购房保证金和押金等。2016~2018年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长18.56%；截至2018年底，公司其他应收款账面价值42.16亿元，较年初增长18.55%，主要系参股项目公司往来款增加所致。其他应收款共计提坏账准备1.18亿元，计提比例为2.73%，考虑款项性质，公司其他应收款坏账风险较低，计提比例合理。

2016~2018年，随着公司房地产项目开发规模的扩大，公司存货逐年增长，年均复合增长率为52.56%；截至2018年底，公司存货账面价值451.45亿元，较年初增长53.41%。公司存货主要为尚未结转的开发成本（占94.98%）和开发产品（占4.71%）；公司计提跌价准备3.01亿元，计提项目主要为扬州君越华府四期、天津熙园和荣颂庭院，系当地市场不及预期所致。公司存货在三线城市有一定规模，部分项目可能面临一定的去化风险。

（2）非流动资产

2016~2018年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长26.50%，主要系递延所得税资产和投资性房地产增加所致。截至2018年底，公司非流动资产65.65亿元，较年初增长0.87%，变化不大。公司非流动资产主要由长期股权投资（占比20.56%）、投资性房地产（占比40.86%）、递延所得税资产（占比20.20%）和其他非流动资产（占比7.65%）构成，具体如下图所示。

图 8 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 15.99%；截至 2018 年底，公司长期股权投资 13.50 亿元，较年初增加 21.14%，主要系追加投资 1.48 亿元和权益法下确认投资收益 1.18 亿元所致。

2016~2018 年，公司投资性房地产规模持续增长，年均复合增长 18.13%。截至 2018 年底，公司投资性房地产 26.82 亿元，较年初增长 8.19%，主要系在建工程转入投资性房地产所致。公司持有的物业以成本计量，累计计提折旧和摊销 4.57 亿元。公司投资性房地产大多位于厦门，有一定升值空间。

公司递延所得税资产主要由可抵扣亏损和预收售房款未结转造成的可抵扣暂时性差异构成。2016~2018 年，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长 63.23%。截至 2018 年底，公司递延所得税资产 13.26 亿元，较年初增长 62.79%，主要系公司预收售房款未结转造成的可抵扣暂时性差异增加所致。

2016~2018 年，公司其他非流动资产呈波动增长态势，年均复合增长 327.06%，主要为理财产品。截至 2018 年底，其他非流动资产 5.02 亿元，较年初减少 62.84%，主要系理财产品减少所致。

截至 2018 年底，公司受限资产的账面价值合计 149.93 亿元，占当期期末资产总额的比重为 22.33%，受限比例一般。受限资产情况如下：

表 13 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	受限金额	占该资产比重	受限原因
货币资金	27.34	33.33	其他货币资金中不能随时用于支付的银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、按揭贷款保证金、经营性贷款保证金、项目施工保证金及预售保证金等
存货	115.24	25.53	抵押借款
投资性房地产	4.76	17.75	抵押借款、质押借款
固定资产	0.13	4.69	抵押借款
长期股权投资	1.96	14.52	抵押借款
合计	149.43	22.33	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 715.10 亿元，较年初增长 6.87%，主要系存货增长所致。其中流动资产占比 90.38%；非流动资产占比 9.62%，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模持续扩大，以流动资产为主。流动资产中存货占比较大但存在一定跌价风险；非流动资产中投资性房地产占比较大且有一定升值空间；公司资产受限比例一般；整体看，公司资产质量较好。

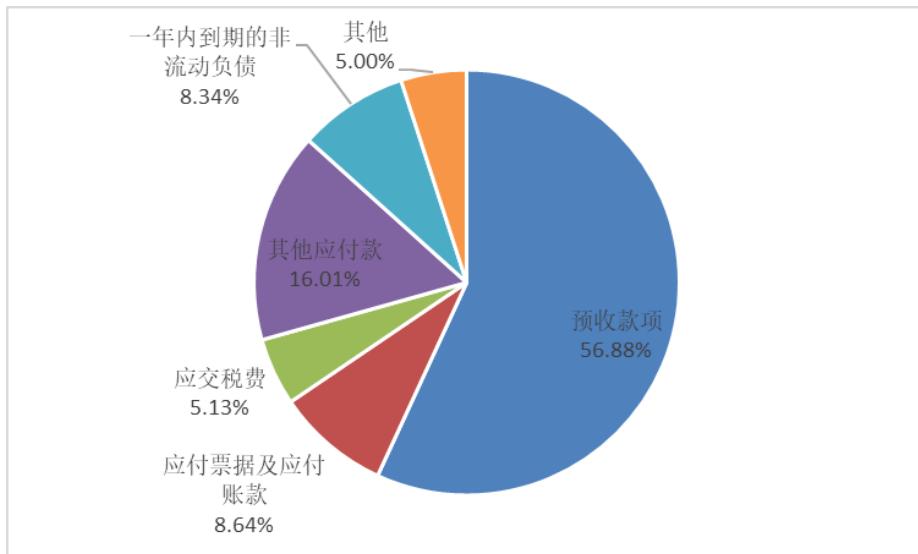
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016~2018 年，公司负债总额持续提升，年均复合增长 44.47%。截至 2018 年底，公司负债合计 514.56 亿元，较年初增长 36.40%，主要系流动负债增长所致；其中，流动负债占比为 75.30%，非流动负债占比为 24.70%。

2016~2018 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 72.11%，主要系预收款项增长所致。截至 2018 年底，公司流动负债 387.44 亿元，较年初增长 46.41%；公司流动负债主要由预收款项（占比 56.88%）、应付票据及应付账款（占 8.64%）、应交税费（占 5.13%）、其他应付款（占比 16.01%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.34%）构成，如下图所示。

图 9 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司预收款项呈持续增长趋势，年均复合增长 64.93%。截至 2018 年底，公司预收款项 220.36 亿元，较年初增长 43.30%，主要系预收售房款增加所致。

2016~2018 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 44.56%。截至 2018 年底，公司应付票据为 33.48 亿元，较年初增长 67.51%，主要系应付工程款增加所致。

2016~2018 年，公司应交税费持续增长，年均复合增长 78.79%。截至 2018 年底，公司应交税费 19.89 亿元，较年初增长 72.41%，主要系应交企业所得税增加所致。

2016~2018 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 143.41%。截至 2018 年底，公司其他应付款 62.03 亿元，较年初增长 217.28%，主要系与股东和合作项目往来款增加所致。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 67.38%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 32.30 亿元，较年初减少 21.31%，主要系偿还借款所致。

2016~2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 4.80%，主要系公司发行债券所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 127.12 亿元，较年初增长 12.87%。非流动负债中长期借款

占比 37.96%，应付债券占比 52.56%，其他非流动负债占比 8.56%。

2016~2018 年，公司长期借款持续减少，年均复合减少 13.77%。截至 2018 年底，公司长期借款 48.26 亿元，较年初减少 17.61%。

2016~2018 年，公司应付债券逐年增加，年均复合增加 15.87%。截至 2018 年底，公司应付债券为 66.82 亿元，较年初增加 28.90%。公司债券 2020 年到期金额较大。

2016 年，公司无其他非流动负债。截至 2017 年底，公司其他非流动负债 1.00 亿元；截至 2018 年底，公司其他非流动负债 10.88 亿元。其他非流动负债为信托计划和不动产债券投资计划。

2016~2018 年，公司全部债务总额分别为 128.69 亿元、168.46 亿元和 173.64 亿元，年均复合增长 16.16%。截至 2018 年底，公司短期债务占比 27.46%，长期债务占比 72.54%，债务结构较合理。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 75.82%、75.94% 和 76.90，较为稳定；全部债务资本化比率分别为 62.12%、58.50% 和 52.91%，呈连续下降态势，主要系所有者权益上升较快所致；长期债务资本化比率分别为 59.37%、48.25% 和 44.90%，呈持续下降态势。2017 年公司发行永续债 15.00 亿元，计入其他权益工具。若将永续债计入长期债务，则公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.14%、57.48% 和 50.25%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 560.26 亿元，较年初增长 8.88%，主要系非流动负债增长所致。其中流动负债占比 70.76%，非流动负债占比 29.24%，非流动负债占比有所提升。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务总额 218.06 亿元，较年初增长 25.58%，主要系长期债务增长所致；其中，短期债务占比 25.56%，长期债务占比 74.44%，仍以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.35%、58.48% 和 51.18%，较年初分别上升了 1.44 个百分点、5.57 个百分点和 6.27 个百分点，债务负担小幅加重。若将永续债计入长期债务，则公司资产负债率为 80.45%，全部债务资本化比率为 62.50%，长期债务资本化比率为 55.91%。从下表来看，公司 2019 年有较多债务到期或回售。

表 14 公司债务到期情况（单位：亿元、%）

时间	假设债券不回售		假设债券全部回售	
	到期债务金额	到期债券金额	到期债务金额	到期债券金额
2019 年 4~12 月	48.45	7.00	71.45	30.00
2020 年	41.85	37.00	51.85	47.00
2021 年及以后	127.76	45.00	94.76	12.00
合计	218.06	89.00	218.06	89.00

资料来源：公司提供

总体看，随着公司经营规模扩大，公司负债规模持续增长；公司近年来加大借款力度，债务规模不断上升，考虑到公司大量负债为预收款项，整体负债率仍在可控范围内。

（2）所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 40.35%。截至 2018 年底，公司所有者权益 154.54 亿元，较年初增长 29.31%。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益合计 99.89 亿元，其中，实收资本占 21.02%，资本公积占 0.25%，其他权益工具占 15.02%，盈余公积占 8.10%，未分配利润占 55.25%，未分配利润占比较高，权益结构的稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 154.83 亿元，较年初增长 0.19%，变化不大。其中归属于母公司所有者权益 100.83 亿元，占比 65.12%。公司归属于母公司所有者权益中，实收资本占 20.83%、其他权益工具占 14.88%、盈余公积占 8.02%、未分配利润占 55.66%；未分配利润占比较

大，所有者权益稳定性一般。

总体看，近三年，公司所有者权益持续增长，所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司分别实现营业收入 111.73 亿元、128.75 亿元和 187.25 亿元，随着公司业务规模的扩大和项目的陆续结转，营业收入年均复合增长 29.46%。同期，公司分别实现营业利润 13.41 亿元、16.81 亿元和 29.04 亿元，年均复合增长 47.18%。2016~2018 年，公司分别实现净利润 10.06 亿元、12.39 亿元和 20.73 亿元，年均复合增长 43.54%，其中归属于母公司所有者的净利润分别为 9.42 亿元、10.20 亿元和 16.79 亿元，年均复合增长 33.53%。

从期间费用来看，2016~2018 年，公司费用总额不断增长，年均复合增长 20.23%，主要系销售费用和财务费用增长所致。2018 年，公司费用总额中销售费用占比 64.91%，管理费用占比 6.43%，财务费用占比 27.77%，研发费用占比 0.90%。2016~2018 年，公司销售费用年均复合增长 11.01%，主要系在售项目增多、销售代理费增长所致；管理费用年均复合增长 18.28%，主要系业务规模扩大管理人员增加所致；财务费用持续增长，年均复合增长 52.65%，主要系债务规模不断增加、利息支出相应增长所致。

从利润构成来看，2016~2018 年，公司投资收益分别为 3.46 亿元、3.76 亿元和 1.55 亿元，2018 年下降主要系权益法核算的长期股权投资收益减少所致。近三年投资收益占当期营业利润的比例分别为 25.83%、22.37% 和 5.35%。同期，公允价值变动收益分别为 0.12 亿元、-0.02 亿元和 -0.21 亿元，占营业利润比例分别为 0.92%、-0.14% 和 -0.72%。2018 年公司公允价值变动收益和公允价值变动收益均对公司利润水平影响较小。

从盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率分别为 14.54%、16.38% 和 20.92%，呈持续上升态势；总资本收益率分别为 6.05%、5.65% 和 7.50%，总资产报酬率分别为 5.05%、4.51% 和 5.36%，净资产收益率分别为 14.43%、12.51% 和 15.13%，均呈波动上升态势。与资产规模相当的同行业上市公司相比，公司净资产收益率处于较高水平，毛利率和总资产报酬率指标处于一般水平。

表 15 房地产开发类上市公司 2018 年盈利指标（单位：%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
迪马股份	29.92	12.91	4.07
华远地产	28.15	9.89	2.47
滨江集团	35.74	8.24	6.64
大名城	32.48	4.59	4.00
联发集团	28.55	18.27	5.27

资料来源：Wind

注：表中联发集团指标来自 Wind，与文中联合评级计算口径有一定差异

2019 年 1~3 月，公司营业收入和净利润分别为 18.33 亿元和 1.41 亿元，同比分别增长 10.83% 和减少 42.45%。

总体看，近年来，公司营业收入和净利润逐年增长，整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动来看，2016~2018年，公司经营活动现金流入金额分别为151.42亿元、223.36亿元和305.49亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长42.04%，主要系销售回款持续增加所致。经营活动现金流出金额分别为154.85亿元、258.28亿元和312.28亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长42.01%，主要系支付土地价款增长以及支付往来款增加所致；受此影响，公司经营活动现金流量净额分别为-3.43亿元、-34.91亿元和-6.79亿元。

从投资活动来看，2016~2018年，公司投资活动现金流入分别为9.11亿元、15.05亿元和36.75亿元，年均复合增长100.81%，其中2017年较上年增长65.16%，主要系收回非关联方占用资金的本息8.18亿元所致；2018年较上年增长144.15%，主要系收到合作项目占用款较多所致。2016~2018年，公司投资活动现金流出分别为10.67亿元、28.64亿元和34.98亿元，其中2017年较上年大幅增长168.52%，主要系购买理财产品11.55亿元所致。2018年较上年增长22.13%，主要系支付联营企业占用资金所致。同期，公司投资活动现金流量净额分别为-1.55亿元、-13.59亿元和1.77亿元。

从筹资活动来看，2016~2018年，公司筹资活动现金流入金额分别为87.37亿元、171.77亿元和143.49亿元，呈波动增长态势，年均复合增长28.15%，主要系取得借款增加所致；公司筹资活动现金流出金额分别为61.49亿元、110.45亿元和138.06亿元，呈持续增长趋势，年均复合增加49.85%，主要系偿债规模持续增加所致；受此影响，公司筹资活动现金流量净额分别为25.89亿元、61.31亿元和5.43亿元。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-21.51亿元，投资活动产生的现金流量净额为1.53亿元；筹资活动产生的现金流量净额为31.91亿元。

总体看，2016年以来，因公司加大拿地力度，公司经营性现金流呈净流出态势。考虑到公司拿地需求的上升、在建拟建项目的研发投入以及到期债务的增加，公司未来存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2018年，公司流动比率持续下降，分别为2.17倍、1.63倍和1.56倍，速动比率分别为0.69倍、0.52倍和0.39倍，两项指标均呈持续下降态势，主要系预收款项快速增加所致；现金短期债务比分别为3.17倍、1.22倍和1.74倍，现金短期债务比较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018年，公司EBITDA持续增长，分别为15.37亿元、19.42亿元和32.26亿元，年均复合增长44.88%，其中2018年同比增长66.12%，主要系利润总额增长所致。2018年公司EBITDA中利润总额占89.42%，计入财务费用的利息支出占7.37%，折旧和摊销占3.22%。2016~2018年，公司EBITDA利息倍数分别为2.62倍、2.33倍和2.92倍，对利息的覆盖程度尚可；EBITDA全部债务比分别为0.12倍、0.12倍和0.19倍，对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

公司与多家商业银行建立了良好合作关系，截至2019年3月底，公司合并口径获得的金融机构总授信额度233.15亿元，尚未使用额度144.72亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司对外担保金额为13.76亿元，均为对参股合作项目的借款所提供的担保，占公司净资产比例为8.89%。若被担保企业经营不善，公司有一定或有负债风险。

截至2019年3月底，公司无重大未决诉讼、仲裁案件。

根据中国人民银行出具的企业征信报告（机构信用代码：G1035020600033910V），截至2019

年 5 月 20 日，公司已结清和未结清的贷款中无不良或关注类贷款信息。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，间接融资渠道顺畅，存在一定或有债务风险；同时考虑到公司在股东背景和品牌知名度方面具有一定的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 218.06 亿元，本期拟发行公司债额度为不超过 30.00 亿元，总发债额度对公司整体债务负担有一定影响。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 30.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.22%、61.75% 和 55.40%，分别上升了 1.44 个百分点、5.57 个百分点和 6.27 个百分点，债务负担有所加重。考虑到募集资金到位后全部用于偿还债务性借款，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 32.26 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 1.08 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2018 年经营活动产生的现金流入为 305.49 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 10.18 倍，对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司的股东背景，以及公司在行业经验和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，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保障条款

1. 担保条款

本期债券由公司间接控股股东建发集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人保证的范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。如公司不能按期兑付本期债券本金及存续期间利息，担保人应按约定承担担保责任，将兑付资金划入债券登记机构或债券受托管理人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。债券受托管理人有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。

担保期间方面，担保人承担保证责任的期间自该期发行的债券发行首日至该期发行的债券到期日后两年。债券持有人在此期间内未要求担保人就该期发行的债券承担保证责任的，担保人将被免除保证责任。

2. 担保人信用分析

(1) 建发集团概况

厦门建发集团有限公司原名厦门经济特区建设发展公司，是经厦门市人民政府“厦政[1981]第 12 号”文、福建省厦门经济特区管委会“厦特管字[1981]002 号”文批准，于 1981 年 1 月设立的一家综合性的国有独资有限公司，是由厦门市国资委直接管理的大型国有企业。截至 2018 年底，

建发集团注册资本为 62 亿元，厦门市国资委为建发集团唯一股东和实际控制人。

图 10 截至 2018 年底建发集团股权结构图



建发集团的业务包括进出口贸易及供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展等多个领域。

截至 2018 年底，建发集团设有投资管理部、战略管理部、资产管理部等合计 10 个部门（见附件 3），直接控股建发股份、厦门建发旅游集团股份有限公司、厦门国际会展控股有限公司等 19 家二级子公司。

截至 2018 年底，建发集团合并资产总额为 2,531.25 亿元，负债总额为 1,751.06 亿元，所有者权益为（含少数股东权益）780.19 亿元，归属于母公司所有者权益为 427.35 亿元。2018 年，建发集团实现合并营业收入 2,826.21 亿元，净利润（含少数股东权益）81.15 亿元，归属于母公司所有者净利润为 41.76 亿元；建发集团经营活动产生的现金流量净额 45.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 59.70 亿元。

建发集团注册地址：厦门市思明区环岛东路 1699 号建发国际大厦 43 楼；法定代表人：吴小敏。

（2）经营情况

建发集团经营业务主要包括供应链运营、房地产开发、旅游饮食服务和会展收入。其中供应链运营业务由建发股份运营，其将贸易、物流两块业务进行整合提升，主要面向中小企业客户，通过供应链运营的深度和广度，立足优势领域，做精纵向，拓展横向，逐步形成上控资源、下控渠道，中间提供物流、金融、信息等增值服务的经营模式，并已形成浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务、汽车及酒类共计十大核心子业务；房地产业务则主要依托建发房产和联发集团进行运营；旅游饮食服务业板块主要涉及旅游和酒店业务，主要由厦门建发旅游集团有限公司经营；其他业务主要为投资板块收入。

2016~2018 年，建发集团不断推进向供应链运营的战略转型，建发集团营业收入规模不断扩大，年均复合增长率为 38.60%。从营业收入构成来看，近三年，建发集团供应链运营业务收入占主导地位。2018 年，建发集团营业收入 2,826.21 亿元，较 2017 年增长 28.32%，主要来自于供应链业务收入增长。其中，供应链运营业务收入占 83.48%，房地产业务收入占 14.36%，其他业务占比较小。

表 16 2016~2018 年建发集团营业收入情况（单位：亿元，%）

板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营	1,149.22	78.12	3.79	1,884.67	85.57	3.06	2,359.43	83.48	2.88
房地产业	304.00	20.66	22.73	291.73	13.25	26.32	405.79	14.36	35.37
旅游饮食业	10.34	0.70	83.51	9.86	0.45	82.96	11.40	0.40	82.03
会展业务	4.43	0.30	48.23	4.71	0.21	22.01	5.44	0.19	23.74
城建业务	--	--	--	1.94	0.09	14.09	4.50	0.16	20.99

其他业务	3.17	0.22	73.12	9.62	0.44	60.54	39.65	1.41	41.19
合计	1,471.17	100.00	8.55	2,202.53	100.00	6.80	2,826.21	100.00	8.47

资料来源：建发集团提供

近三年，建发集团综合毛利率波动变化，其中2017年建发集团毛利率下降主要系毛利率低的供应链占比上升所致；2018年综合毛利率重新回升，主要系房地产板块毛利率大幅上升所致。从各板块来看，在错综复杂的国内外经济与贸易环境下，近年来，建发集团供应链运营板块毛利率持续下降；房地产板块毛利率持续上升，主要系结转的二线城市项目价格上涨较快所致。

总体来看，建发集团业务涉及较广，主要业务为供应链运营和房地产，整体收入规模较大且增长较快，综合毛利率受供应链业务影响大。

(3) 供应链运营业务

建发集团供应链业务主要由子公司建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）负责。

近年来，建发股份主要供应链业务陆续转移至相关子公司，目前公司供应链板块的经营主体主要包括全资子公司建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）、厦门建发物资有限公司（以下简称“建发物资”）、厦门建发纸业有限公司（以下简称“建发纸业”）、厦门建发汽车有限公司（以下简称“建发汽车”）及建发物流等，但出于营销的需要，建发股份本部也经营钢材、矿产品、化工等领域的贸易业务。

表 17 截至 2018 年底建发股份贸易业务主要经营子公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	持股比例	注册资本	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	主营业务
上海建发	100.00	2.00	122.18	27.54	859.67	5.32	建发股份设立的异地平台公司之一，主要从事自营和代理各类商品和技术的进出口业务
建发金属	100.00	1.00	20.18	4.44	114.57	0.43	钢铁供应链运营
建发物资	100.00	2.00	11.72	2.39	90.01	0.13	钢材内贸和进出口业务，系建发股份钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	37.41	10.81	278.91	1.72	专业经营纸张、纸浆、板材、木片、废纸和纸制品贸易业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	22.79	8.39	93.7	2.34	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	34.56	7.95	199.23	1.67	进出口物流，包括国际贸易代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等

资料来源：建发股份提供

目前建发股份供应链运营业务主要产品分别为钢材、农产品、浆纸、矿产品、汽车，占贸易业务收入的80%以上。

钢材

钢铁贸易是供应链业务中对收入贡献最大的板块，经营主体主要以建发金属和建发物资为主，经营品种包含钢坯，卷板（热轧、冷轧）、建材、板材、型钢等。

建发股份目前已形成了较为稳定的经营模式和供销链条：上游方面，建发股份主要与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，成为其战略伙伴，与钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量，建发股份借此加强对钢铁资源的控货能力并可在完成供应量后获取一定返利，同时提高对货物物流环节的运输效率。目前，建发金属系首钢集团、河北津西钢铁集团股份有限公司最大战略合作伙伴，建发物资系山东钢铁集团有限公司和本钢集团有限公司等多家大型钢厂的战略合作伙伴。建发股份下游客户中经销商约占65%，下游终端客户约占35%，建发股份销售模式主要为与下游客户签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金，建发股份每个月根据下游客户需求收

取 15%~20% 保证金后向钢厂订货，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量，结算价格为钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司付款提货。

为防范存货跌价风险，建发股份采用保证金追加措施，根据下游客户的履约能力及订货量，在钢材跌价之后追加保证金并保留货物处置权利。目前，建发股份 70% 货物存放在第三方物流，建发股份一般选择国企背景且风险管理能力较好的物流及仓储公司，以保证货物安全及货权控制能力。

相比传统的贸易模式，由于建发股份订单稳定且规模较大，与上游议价能力较强，可获得较为优惠的采购价格，同时公司通过下游订单整合，可及时与钢厂生产调配进行衔接，进而提高钢厂生产效率，降低钢厂库存占用，整个供应链过程中的周转效率及资源调配得以提升，建发股份进而可赚取比传统贸易模式更多的利润。

矿产品

矿产品贸易主要由子公司厦门建发矿业有限公司和建发股份本部经营。建发股份经营铁矿石业务多年，拥有丰富的市场经验和资源渠道，与巴西、澳洲、乌克兰等国知名矿山保持良好的长期合作关系。

一般来讲，由下游直接与矿山签订长协，建发股份与上游长协签订比例较小，主要根据下游客户需求进行补充采购，上游供应商包括力拓、淡水河谷、乌克兰 METINVEST、俄罗斯 METALLOINVEST 等，建发股份与上游供应商主要以信用证和 T/T 方式结算。

销售方面，以内销为主，主要销售对象为国内的大中型国营和民营钢厂，建发股份与柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢、宁钢、中天钢铁等国内众多大中型钢铁厂均有着稳定密切的合作。建发股份与下游主要以信用证方式进行结算或者在销售前收取部分保证金，销售结算后以电汇方式进行结算。

浆纸

建发股份浆纸供应链主要经营实体为建发纸业。经营模式为：由建发股份向各大造纸厂提供木浆、竹浆、废纸等造纸原料，同时经销造纸厂的纸张产品，并销售给印刷厂与出版企业等终端客户，在此过程中为客户提供原材料采购、物流配送、销售结算等服务。目前建发纸业已成为全国最大的林浆纸供应链运营商。

由于国内木浆生产能力有限，造纸行业所需木浆主要依赖进口，建发股份上游供应商主要为国外浆厂的代理商和国外浆厂，建发股份与国外浆厂合作较为紧密，并通过长期合作良好的供应商按年签订年度协议，保证建发股份有稳定的货源供应，每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向建发股份报价，双方经过磋商达成一致就签订合同，一般一个月定一次采购价，建发股份在协议规定的采购量后有相应的返利收入。对于没有签订长期协议的供应商，根据市场行情变化和下游客户需要，建发股份实时与其联系、下单，实行较为灵活的采购政策。由于纸浆行业上游供应商话语权较大，且采购价格具备一定竞争优势，纸浆贸易自营比例占 60% 左右，可以抵抗一定价格波动风险。

浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华南、山东、江浙沪等地区。纸浆销售模式一般采用现款销售，部分采用年度销售协议锁定客户的采购量，如果客户有信用的需求，会根据该客户的信用情况给予一定的账期。纸张销售方面，建发股份通过信保公司给予客户一定的授信金额和期限，赊销给客户，对初次合作及规模较小的客户，销售和采购一般采取款到发货或货到收款的模式。

农产品

农产品板块运营主体以厦门建发农产品有限公司、厦门建发原材料贸易有限公司（以下简称

“建发原材料”）及建发股份本部为主，主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进口及内贸业务，其中占比较大的为饲料原料。

目前，建发股份主要通过进口采购，结算方式主要通过信用证的方式结算，供应商主要有 CARGILL INDUSTRIAL & COMMERCIAL (WUHAN) CO., LTD.; ADM EXPORT 等。在拓宽新品种的同时，建发股份拓宽购销渠道，与嘉吉、来宝、新希望、双胞胎、通威及漓源等国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系，建发股份与下游结算模式主要以短期赊销方式。

风险控制方面，为规避大宗商品的价格变动风险，建发股份在期货市场上对粮油业务中的植物油和橡胶业务进行套期保值，从而锁定风险及收益。

汽车

汽车板块运营主体建发汽车是福建地区最大的品牌汽车经销商。截至 2018 底，建发股份共有约 40 家汽车 4S 店及展厅，主营宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、进口大众等中高端品牌，车型涵盖了小轿车、跑车及越野车等。汽车上游供应商主要为各品牌的中国国内供应商，建发股份主要采取签订品牌年度总授权，然后根据整体销售进度及下游客户的个别需求来确定采购量，分批审批下单，结算方面，建发股份与上游供应商主要采用电汇结算。对下游客户，建发股份一律采用先收齐全款再开票发货的方式销售，同时通过与银行合作，为客户提供信用卡分期、抵押贷款等车款融资方式，及通过开办厂家金融业务，为客户增设多种购车融资渠道。

建发股份近年来积极发展汽车产品的销售和服务业务，先后获得了保时捷、进口大众、讴歌、三菱、标志、双龙等品牌的地区销售授权。区域拓展方面，除厦门地区外，建发股份相继在西安、泉州等地开设了 4S 店或销售中心。

化工、机电五矿、轻工纺织和物流服务业务收入规模较小，对建发股份供应链运营业务影响不大。

总体看，建发股份依靠相关专业、规模、渠道和资金等优势，构建了上控资源、下控渠道，中间提供物流、信息等增值服务的经营模式，业务规模逐渐扩大。

（4）房地产业务

建发集团的房地产业务主要由联发集团和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”）经营，联发集团经营情况详见前文。

2016~2018 年，建发房地产新购置土地规划建筑面积分别为 247.70 万平方米、324.58 万平方米和 257.71 万平方米；对应的楼面价分别为 11,811.13 元/平方米、11,316.35 元/平方米和 8,403.29 元/平方米。2019 年 1~3 月，建发房地产新取得土地面积为 25.98 万平方米，对应建筑面积 73.11 万平方米，其中珠海地块位于市中心，楼面价近 25,000 元/平方米，价格较高。

土地储备方面，截至 2019 年 3 月底，建发房地产土地储备计容建筑面积 123.41 万平方米。土地储备中二线城市占比 49.62%，三线城市占比 49.61%，国外（澳洲）占比 0.62%。土地储备中位于珠海和南京的部分地块楼面价偏高。建发房地产已付清大部分土地出让款。

2016 年~2018 年，建发房地产新开工面积持续快速上升，主要系销售较好，相应加大开工力度所致。建发房地产期末在建面积持续快速增长。

表18 近三年建发房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期新开工面积	125.86	345.25	592.25
当期竣工面积	153.22	194.13	143.17
期末在建面积	210.89	423.66	872.74

资料来源：建发房地产提供

截至2019年3月底，建发房地产共有76个在建项目，按可售面积计算，其中一线城市占比6.16%，二线城市占比59.77%，三线城市占比34.08%；投资总额1,433.03亿元，已累计投资1,085.33亿元，尚需投资347.70亿元。按权益比例计算，建发房地产尚需支出投资224.19亿元，未来建设方面有一定资金支出压力。建发房地产对福州、龙岩、漳州、成都等部分项目计提了跌价准备，需关注去化风险。

2016~2018年，随着可售货值增加，建发房地产签约销售面积和金额持续增长，签约销售面积年均复合增长48.56%，签约销售金额年均复合增长48.05%。签约销售均价2017年有所下降，主要系三线城市项目销售占比较高所致。

表19 近三年建发房地产销售情况（单位：亿元、万元/平方米、万平方米）

项目	2016年	2017年	2018年
签约销售面积	116.11	143.92	256.27
签约销售金额	176.44	200.90	386.71
签约销售均价	1.52	1.40	1.51
结转面积	116.98	150.17	132.17
结转收入	199.36	169.85	167.40

资料来源：建发房地产提供

截至2019年3月底，建发房地产在售项目已推盘面积1,079.29万平方米，累计签约销售面积845.72万平方米，去化率78.36%，待售面积834.96万平方米，货源充足。无锡、杭州、太仓、深圳、合肥等地因项目未全部开盘，故去化率较低。

总体看，建发房地产近年签约销售面积和金额持续增长，为未来结转收入增长奠定了基础。随着新开工面积的快速增加，建发房地产土储规模不大，但在建面积较大，未来有一定资金支出压力。在售项目去化良好，但部分在建项目计提了跌价准备，未来可能有一定去化压力。

（5）财务分析

建发集团提供的2016~2017年度财务报告由北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018年报由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。建发集团执行财政部2006年及以后期间颁布的企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定。

从合并范围上看，2017年，建发集团新设成立二级子公司10家，不再纳入合并范围的子公司1家；2018年，建发集团新纳入非同一控制下企业合并14家，处置二级子公司3家，新设二级子公司18家。建发集团新设立子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

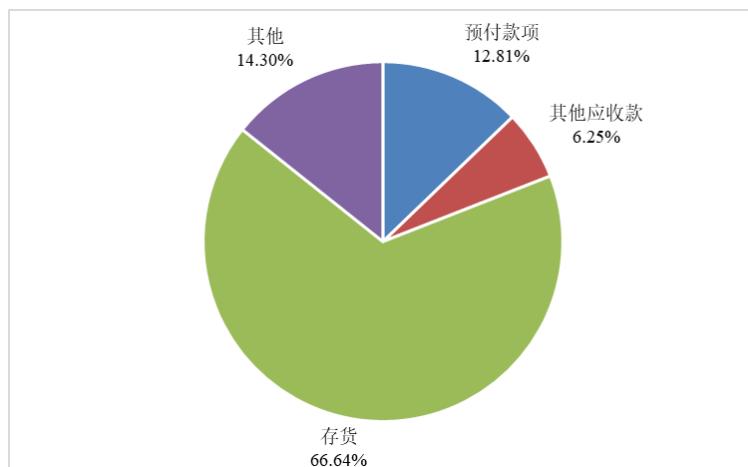
截至2018年底，建发集团合并资产总额为2,531.25亿元，负债总额为1,751.06亿元，所有者权益为（含少数股东权益）780.19亿元，归属于母公司所有者权益为427.35亿元。2018年，建发集团实现合并营业收入2,826.21亿元，净利润（含少数股东权益）81.15亿元，归属于母公司所有者净利润为41.76亿元；建发集团经营活动产生的现金流量净额45.35亿元，现金及现金等价物净增加额59.70亿元。

资产质量

近三年，建发集团资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长29.47%，主要系流动资产增加所致。截至2018年底，建发集团资产总额达2,531.25亿元，较年初增长20.41%，主要系流动资产增长所致。从资产构成来看，流动资产占资产总额的80.38%，非流动资产占资产总额的19.62%。

2016~2018年，建发集团流动资产年均复合增长35.61%。截至2018年底，流动资产总额2,034.51亿元，较年初增长27.48%，主要系存货增加所致。流动资产构成以货币资金(占比12.81%)、其他应收款(占比6.25%)和存货(占比66.64%)为主。

图11 截至2018年底建发集团流动资产构成



资料来源：建发集团审计报告

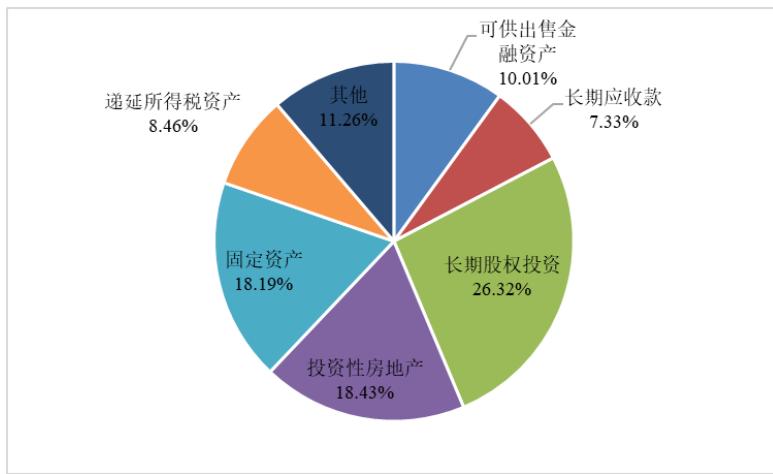
2016~2018年，受建发集团持续扩大业务规模从而加大对外融资力度影响，建发集团货币资金年均复合增长46.95%。截至2018年底，建发集团货币资金180.64亿元，较年初增加49.66%，主要系借款筹资增加所致。货币资金中受限47.92亿元，占货币资金的18.39%，受限比例一般。

2016~2018年，建发集团其他应收款波动增长，年均复合增长19.46%。截至2018年底，建发集团其他应收款127.22亿元，较年初减少14.74%，主要系应收联合营公司往来款减少所致。其他应收款计提坏账准备5.81亿元，计提比例4.37%；其他应收款期末余额前五名占36.29%，集中度尚可。

2016~2018年，建发集团存货规模呈持续增长态势，年均复合增长47.14%。截至2018年底，建发集团存货账面价值合计1,355.71亿元，较年初增长56.68%，主要系房地产新增项目较多，开发成本增加所致。存货中开发成本占比85.89%，开发产品占比6.32%。截至2018年底，建发集团共计提存货跌价准备10.21亿元，计提比例0.75%，其中对库存商品计提4.47亿元，对开发产品计提1.09亿元，对开发成本计提4.65亿元。库存大宗商品价格波动较大，面临一定的跌价风险；位于三四线城市的房地产开发成本和开发产品也有一定跌价风险。所有权使用受限的存货账面价值合计289.17亿元，占全部存货的21.33%，受限规模一般。

近三年，建发集团非流动资产波动增长，年均复合增长10.94%。截至2018年底，建发集团非流动资产总额496.74亿元，较年初减少1.86%。非流动资产构成以可供出售金融资产(占比10.01%)、长期应收款(占比7.33%)、长期股权投资(占比26.32%)、投资性房地产(占比18.43%)、固定资产(占比18.19%)和递延所得税资产(占比8.46%)为主。

图12 截至2018年底建发集团非流动资产构成



资料来源：建发集团审计报告

2016~2018年，建发集团可供出售金融资产快速增长，年均复合增长23.98%，截至2018年底，建发集团可供出售金融资产合计49.73亿元，较年初增加24.61%，主要系可供出售权益工具增加所致，可供出售权益工具合计46.02亿元，其中按公允价值计量的合计5.42亿元，按成本计量的合计40.60亿元。2018年可供出售金融资产实现投资收益2.05亿元。

2016~2018年，建发集团长期应收款波动下降，年均复合减少16.79%。建发集团长期应收款主要是房地产公司的拆迁项目向政府的应收款项。截至2017年底，长期应收款66.68亿元，较年初增长26.82%，主要系“后埔-枋湖旧村改造”项目持续投入所致。截至2018年底，长期应收款36.41亿元，较年初减少45.40%，主要系“后埔-枋湖旧村改造”项目土地出让，政府拨付出让金，长期应收款结转为收入所致。

2016~2018年，建发集团长期股权投资持续增长，年均复合增长12.24%。截至2018年底，长期股权投资130.75亿元，较年初增长12.06%，主要系对联营企业增加投资所致。2018年权益法核算的长期股权投资收益为6.47亿元。

2016~2018年，建发集团投资性房地产持续增长，年均复合增长16.50%。截至2018年底，投资性房地产91.53亿元，较年初增长6.93%，主要系自持项目配套物业增加所致。投资性房地产按成本法计量，存在一定升值空间。

2016~2018年，建发集团固定资产规模波动增长，年均复合增长14.79%，截至2017年底，固定资产账面价值91.57亿元，较年初增长33.54%，主要系房屋及建筑物增加所致。截至2018年底，固定资产账面价值90.34亿元，较年初减少1.34%，变化不大。固定资产账面原值122.48亿元，主要由房屋及建筑物（占86.14%）构成。固定资产累计计提折旧32.12亿元，成新率较高，为73.78%。

2016~2018年，建发集团递延所得税资产持续增长，年均复合增长66.46%。截至2018年底，递延所得税资产42.02亿元，较年初增长48.83%，主要系预收款项造成的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至2018年底，建发集团受限资产合计382.79亿元，占总资产的15.12%，占比不大。

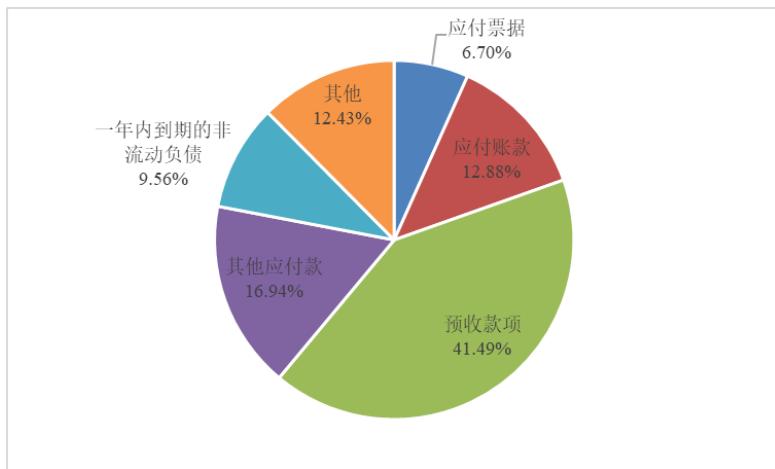
总体看，近年来建发集团资产规模增长较快，资产构成以流动资产为主，货币资金充裕；非流动资产中投资性房地产按成本计量，有一定增值空间，固定资产成新率较高。建发集团资产质量较好。

负债

2016~2018年，建发集团负债规模持续增长，年均复合增长29.18%。截至2018年底，建发集团负债总计1,751.06亿元，较年初增长20.56%，主要系流动负债增长所致，从负债构成看，流动负债占67.80%，非流动负债占32.20%。

2016~2018年，建发集团流动负债持续增长，年均复合增长31.71%，截至2018年底，建发集团流动负债1,187.30亿元，较年初增长34.94%，主要系预收款项增长所致。流动负债构成以应付票据（占6.70%）、应付账款（占12.88%）、预收款项（占41.49%）、其他应付款（占16.94%）和一年内到期的非流动负债（占9.56%）为主。

图13 截至2018年底建发集团流动负债构成



资料来源：建发集团审计报告

2016~2018年，建发集团应付票据波动增长，年均复合增长7.25%。截至2017年底，应付票据64.54亿元，较年初下降6.66%，主要系银行承兑汇票减少所致。截至2018年底，应付票据79.53亿元，较年初增长23.23%，主要系银行承兑汇票增加所致。

2016~2018年，建发集团应付账款持续增长，年均复合增长20.58%；截至2018年底，应付账款152.87亿元，较年初增长34.05%，主要系应付货款增加所致。应付账款主要由货款（占51.04%）和工程款（占47.41%）构成。

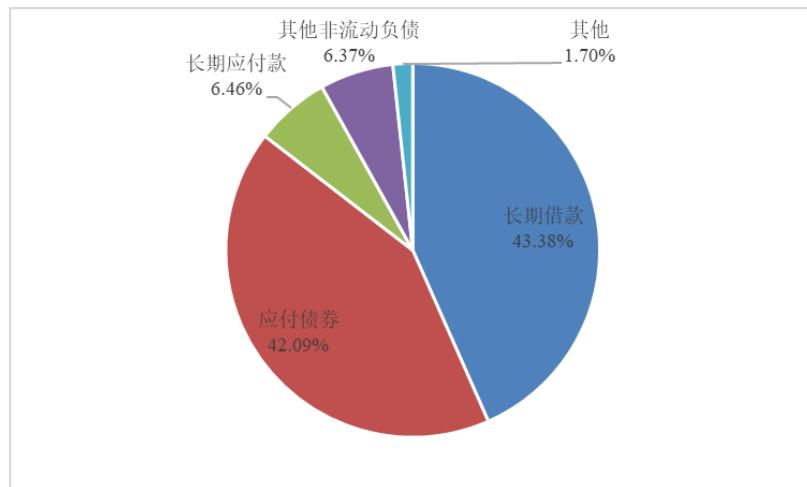
2016~2018年，建发集团预收款项持续增长，年均复合增长33.93%。截至2018年底，预收款项492.66亿元，较年初增长46.36%，主要系预收购房款增加所致。

2016~2018年，建发集团其他应付款持续增长，年均复合增长65.36%。截至2018年底，其他应付款201.14亿元，较年初增长50.48%，主要系房地产业务应收合作方资金往来款增加所致。

2016~2018年，建发集团一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长37.77%。截至2018年底，一年内到期的非流动负债为113.50亿元，较年初增长79.83%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

2016~2018年，建发集团非流动负债波动增长，年均复合增长24.28%。截至2017年底，非流动负债572.62亿元，较年初增长56.89%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至2018年底，建发集团非流动负债563.76亿元，较年初减少1.55%，变化不大。非流动负债构成以长期借款（占43.38%）、应付债券（占42.09%）、长期应付款（占6.46%）和其他非流动负债（占6.37%）为主。

图14 截至2018年底建发集团流动负债构成



资料来源：建发集团审计报告

2016~2018年，建发集团长期借款波动增长，年均复合增长14.67%。截至2018年底，长期借款为244.57亿元，较年初减少10.91%，主要系部分转入一年内到期所致。

2016~2018年，建发集团应付债券波动增长，年均复合增长20.01%。截至2018年底，建发集团应付债券237.31亿元，较年初减少4.93%。

2016~2018年，建发集团长期应付款持续增长，年均复合增长118.48%。截至2018年底，建发集团长期应付款36.41亿元，较年初增长186.73%，主要系房地产板块发行购房尾款资产支持专项计划支持证券所致。

从有息债务结构上看，建发集团全部债务规模持续增长，年均复合增长28.81%。截至2018年底，建发集团全部债务为858.27亿元，其中短期债务占31.36%、长期债务占68.64%，债务结构以长期债务为主。从债务指标方面，2016~2018年，随着所有者权益的增长，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降，资产负债率三年分别为69.50%、69.10%和69.18%；全部债务资本化比率三年分别为52.90%、56.38%和52.38%；长期债务资本化比率三年分别为43.24%、47.84%和43.02%。整体看，建发集团债务负担一般。

建发集团永续债券、可续期债权借款无固定还款期限，计入“所有者权益-其他权益工具”中。若将永续债券和可续期债权借款调整为长期债务，则截至2018年底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.58%、65.37%和58.56%，债务负担明显加重，但仍属于可控水平。

截至2019年5月20日，根据Wind查询，建发集团存续公司债券和中期票据余额205亿元，到期比较分散。

表20 建发集团公司债和中期票据到期情况（单位：亿元）

年份	不考虑回售	全部回售
2020年	80	80
2021年	30	60
2022年	30	30
2023年	30	0
2024年	35	35

资料来源：Wind

总体看，随着建发集团业务不断扩大，债务规模持续增长；建发集团债务结构以流动负债为主，债务负担略重但仍在可控范围。

所有者权益

2016~2018年，建发集团所有者权益持续增长，年均复合增长30.15%，截至2018年底，建发集团所有者权益合计780.19亿元，较年初增加20.09%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。截至2018年底，建发集团归属于母公司的所有者权益合计427.355亿元，占所有者权益的54.77%，其中，实收资本占14.51%、其他权益工具占49.79%、资本公积占3.91%、盈余公积占3.85%、未分配利润占27.22%。其他权益工具占比较高，建发集团所有者权益稳定性一般。

总体看，近年建发集团所有者权益持续增长，但少数股东权益占比较高，其他权益工具占比较高，所有者权益稳定性一般。

盈利能力

近年来，随着供应链业务规模的扩大和房地产业务销售收入的持续增长，建发集团营业收入呈持续增长态势。2016~2018年，建发集团营业收入年均增长38.60%，三年分别为1,471.17亿元、2,202.53亿元和2,826.21亿元；营业成本持续增加，年均复合增长38.66%，与营业收入变化一致。近三年，建发集团净利润分别为36.20亿元、44.19亿元和81.15亿元，年均复合增长49.72%；同期归属于母公司所有者的净利润分别为18.57亿元、20.62亿元和41.76亿元，呈持续增长态势。

从期间费用来看，近三年建发集团费用总额分别为62.17亿元、85.15亿元和104.73亿元，年均复合增长29.80%。从费用构成来看，2018年，销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占比分别为62.83%、13.72%、23.36%和0.09%，销售费用占比较大。2016~2018年建发集团费用收入比分别为4.23%、3.87%和3.71%，费用控制能力处于较强水平。

投资收益方面，近三年，建发集团投资收益占当期营业利润比率分别为30.99%、45.74%和19.39%，营业利润对投资收益依赖程度较高。

从盈利指标来看，2016~2018年，建发集团营业利润率波动上升，三年分别为6.78%、5.88%和7.24%，营业利润率水平一般；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均波动下降，总资本收益率近三年分别为9.56%、5.15%和6.78%，总资产报酬率分别为8.04%、4.53%和5.86%，净资产收益率分别为15.72%、7.96%和11.35%，盈利指标表现较好。

总体看，建发集团收入规模不断扩大，期间费用控制能力较强，但盈利表现较好，但营业利润对投资收益依赖较高。

现金流

从经营活动看，随着供应链业务和房地产业务的增长，2016~2018年，建发集团经营活动现金流入不断增加，年均复合增长37.23%；同期建发集团经营活动现金流出年均复合增长34.54%；近三年建发集团经营活动产生的现金流量净额分别为-45.04亿元、-191.24亿元和45.35亿元，由负转正。从收入实现质量指标上看，2016~2018年，建发集团现金收入比分别为112.96%、109.48%和110.16%，收入实现质量较好。

从投资活动看，近年来随着经营规模的扩大及多元化发展，建发集团投资规模呈增长态势。2016~2018年，建发集团投资活动现金流入波动下降，分别为638.15亿元、380.07亿元和489.78亿元。同期，投资活动现金流出持续下降，分别为729.81亿元、488.38亿元和442.43亿元，年均复合减少22.14%。2016~2018年投资活动产生的现金流量净额分别为-91.66亿元、-108.31亿元和47.35亿元，由负转正。

从筹资活动看，随着业务规模扩大，建发集团筹资需求快速上升。2016~2018年，筹资活动现

金流入持续增长，分别为783.34亿元、1,208.44亿元和940.11亿元。同期，筹资活动现金流出持续增长，分别为647.38亿元、864.67亿元和974.49亿元。2016~2018年，建发集团筹资活动净现金流分别为135.97亿元、343.77亿元和-34.38亿元。

总体看，近年建发集团经营活动和投资活动现金流由负转正，筹资活动现金流由正转负，债务扩张速度有所控制。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018年，由于预付款项和其他应收款的快速增长，建发集团流动比率呈波动上升态势，三年分别为1.62倍、1.81倍和1.71倍，速动比率波动下降，三年分别为0.70倍、0.83倍和0.57倍。2016~2018年，建发集团现金短期债务比分别为0.80倍、0.87倍和1.00倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。整体看，建发集团短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016~2018年，建发集团EBITDA分别为69.84亿、93.21亿元和148.07亿元，2018年EBITDA中，折旧占5.06%、摊销占3.25%、计入财务费用的利息支出占16.83%和利润总额占74.85%。近三年，建发集团EBITDA利息倍数分别为2.71倍、2.71倍和2.86倍，EBITDA对利息的覆盖能力较强；EBITDA全部债务比分别为0.14倍、0.11倍和0.17倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般。

截至2018年底，建发集团对外担保330.83亿元，其中为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保294.11亿元，其余主要为对联营房地产项目公司的担保。建发集团对外担保占净资产的42.40%，如被担保公司经营不善，公司有一定或有负债风险。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码为G1035020300055520J)，截至2019年5月6日，建发集团无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中不良/关注类贷款11笔，欠息5笔，均为银行系统问题导致。

截至2018年底，建发集团在多家银行获得授信总额度为1,496.63亿元，尚未使用额度为956.43亿元，间接融资渠道畅通。

总体看，建发集团短期偿债能力和长期偿债能力指标较强，考虑到建发集团作为地方大型国有企业，经营规模和资产规模大，偿债能力极强。

(4) 债权保护效果

以2018年底财务数据测算，建发集团EBITDA对本期债券发行规模上限（30亿元）的覆盖倍数为4.94倍，覆盖程度高；经营活动现金流入量对本期债券发行规模上限（30亿元）的覆盖倍数为108.66倍，覆盖程度很高。建发集团作为一家以供应链运营和房地产为双主业的大型国有企业，在经营规模、业务多元化、营销网络等方面具有的显著优势，经营规模大、资产规模大，可持续发展能力强，其所提供的担保对本期债券信用状况具有显著的积极的影响。

总体看，建发集团作为厦门市规模较大的综合性企业，区位优势明显，业务发展稳定，区域经济的快速发展为其业务扩张提供了有力保障。本期债券发行规模占其资产比重较低，其担保对于本期公司债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

十、综合评价

公司作为厦门市国资委旗下的房地产开发公司，在股东背景、开发经验、品牌知名度等方面具备一定优势，近年营业收入和净利润持续增长；公司在建面积规模大，签约销售金额持续增长，自持物业经营情况良好，可以为公司未来盈利提供良好保障。同时，联合评级也关注到公司所在

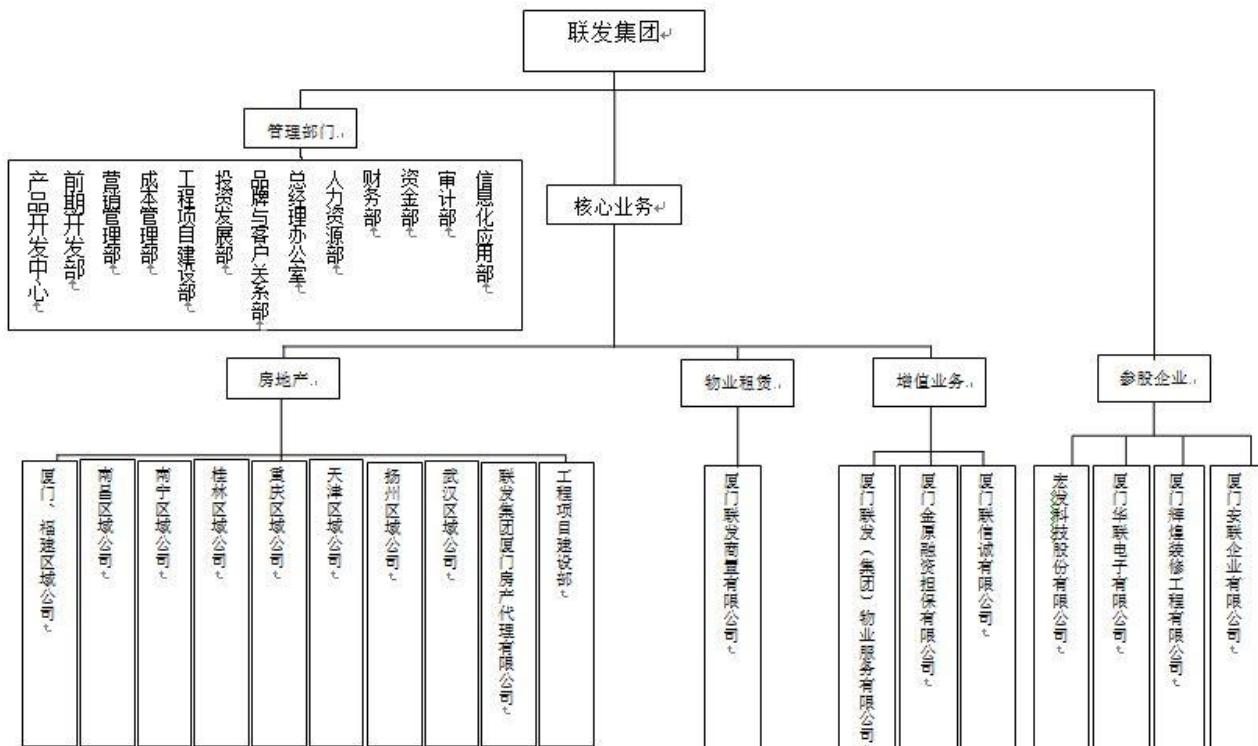
房地产行业受调控政策影响较大、在建规模较大存在一定资金支出压力、债务规模大幅增长等因素对公司信用水平产生的不利影响。

近年来，公司加大开工力度，在建规模有所上升，未来随着项目的陆续销售，公司的收入与盈利实现较有保证，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由建发集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，建发集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好。建发集团的担保实力较强，其担保对于本期公司债券信用级别的提升具有积极作用。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 联发集团有限公司 组织结构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底联发集团在建及拟建项目情况

单位：万平方米、亿元、%

序号	项目名称	用途	地理位置	建设期	规划建筑面积	总投资	截至 2019 年 3 月末已投资	未来三年投资支出	项目进度
1	中央公园	住宅、商业	厦门	2018 年-2021 年	16.41	40.5	32.12	8.13	20
2	电商未来城	住宅、商业、办公	莆田	2015 年-2022 年	46.96	25.88	17.37	6.38	82
3	君领绶溪	住宅、商业	莆田	2017 年-2019 年	14.61	12.85	10.79	2	80
4	君领天玺	住宅、商业	莆田	2018 年-2021 年	27.02	36.85	23.06	13.38	30
5	尚书第	住宅、商业	莆田	2018 年-2020 年	5.92	5.8	3.12	2.6	25
6	君悦湾	住宅、商业	南安	2017 年-2020 年	18.83	9.28	5.24	3.92	55
7	海峡 1 号	住宅、商业	南安	2017 年-2020 年	29.79	15.45	7.2	8	50
8	晋江云城	住宅、商业	晋江	2018 年-2021 年	34.48	19.4	9.27	9.83	20
9	公园前	住宅、商业	南昌	2016 年-2019 年	7.14	7.28	7.02	0.25	98
10	时代天阶	住宅、商业	南昌	2017 年-2021 年	22.92	17.71	5.45	11.89	35
11	时代天境	住宅、商业	南昌	2018 年-2019 年	8.37	8.82	7.33	1.45	50
12	雍榕华府	住宅、商业	赣州	2017 年-2019 年	20.48	16.3	12.41	3.78	60
13	君悦华庭	住宅、商业	赣州	2018 年-2019 年	3.11	2.18	1.43	0.72	45
14	君悦华府	住宅、商业	赣州	2018 年-2020 年	10.2	5.45	2.04	3.31	35
15	浔阳府	住宅、商业	九江	2018 年-2021 年	36.8	21.28	12.98	8.05	30
16	君澜	住宅、商业、办公	南宁	2015 年-2019 年	40.45	26	25.05	0.92	85
17	青溪府	住宅、商业	南宁	2017 年-2019 年	28.73	21	15.46	5.37	75
18	君悦	住宅、商业	南宁	2018 年-2020 年	5.15	3.5	2.39	1.08	50
19	西棠春晓	住宅、商业	南宁	2018 年-2020 年	23.43	15	10.03	4.82	50
20	悦溪府	住宅、商业	桂林	2018~2020 年	23.05	10.2	4.22	5.8	45
21	滨江一号	住宅、商业	柳州	2017 年-2020 年	32.42	15.5	8.62	6.67	60
22	君悦兰亭	住宅、商业	柳州	2017 年-2020 年	39.01	16.6	8.81	7.56	35
23	龙洲湾一号	住宅、商业	重庆	2017 年-2021 年	53.3	40	20.1	19.3	48
24	西城首府	住宅、商业	重庆	2018 年-2021 年	29.27	24	15.1	8.63	35
25	东悦府	住宅、商业	重庆	2018 年-2022 年	50.33	43	23.3	14.78	15
26	君领西城	住宅、商业	重庆	2018 年-2020 年	10.63	9.3	5.7	3.49	10
27	红墅东方	住宅、商业、办公	鄂州	2016 年-2025 年	122	84	19.17	26.95	20
28	欣悦学府	住宅、商业	天津	2016 年-2019 年	21.49	23.67	17.74	5.75	85
29	红郡	住宅、商业	天津	2016 年-2019 年	13.27	14.49	12.82	1.62	80
30	熙园	住宅、商业	天津	2017 年-2019 年	5.15	7.46	6.02	1.4	80
31	静湖 1 号	住宅、商业	天津	2018 年-2020 年	18.49	38.22	20.78	16.92	5
32	禹州悦府	住宅、商业	天津	2017 年-2020 年	10.23	7.8	5.52	2.21	40
33	君悦华府	住宅、商业	扬州	2011 年-2019 年	39.85	38	32.15	5.67	92
34	棠颂	住宅、商业	苏州	2018 年-2021 年	18.04	26	16.16	9.54	15
35	翡翠方山	住宅、商业	南京	2018 年-2020 年	8.3	16.75	13.06	3.58	45
36	藏珑玉墅	住宅、商业	杭州	2017 年-2020 年	7.06	13	10.9	2.04	65
37	云景天章	住宅、商业	杭州	2017 年-2020 年	7.23	15.45	11.12	4.2	40
38	藏珑大境	住宅、商业	杭州	2018 年-2020 年	21.64	35.52	26.05	9.19	25
39	悦澜山	住宅、商业	江门	2018 年-2020 年	17.96	22.03	14.31	7.49	20
40	君悦	住宅、商业	柳州	2016 年-2018 年	24.28	8.7	5.63	2.98	100

41	江与城	住宅、商业	桂林	2015 年-2017 年	26.16	9.78	9.3	0.47	100
42	乾景欣悦	住宅、商业	桂林	2015 年-2018 年	24.36	10.64	10.1	0.52	100
43	君领首府	住宅、商业	漳州	2019 年-2021 年	13.44	14.27	4.74	9.24	0
44	君领兰溪	住宅、商业	莆田	2018 年-2021 年	5.7	5	3.12	1.82	5
45	时代天骄	住宅、商业	南昌	2018 年-2021 年	8.89	9.69	5.31	4.24	10
46	君悦湖	住宅、商业	九江	2018 年-2021 年	20.97	10.5	2.97	7.3	10
47	君悦江山	住宅、商业	九江	2018 年-2021 年	21.4	21.28	9.65	11.29	10
48	臻境	住宅、商业	南宁	2018 年-2021 年	34.14	24	12.51	11.15	5
49	乾景御府	住宅、商业	桂林	2018~2021 年	21.06	11.68	4.64	7.04	5
50	南山	住宅、商业	重庆	2018 年-2020 年	12.05	16	4.6	11.06	5
51	阅山湖	住宅、商业、办公	鄂州	2018 年-2021 年	27.99	21	3.86	16.63	0
52	精武镇项目	住宅、商业	天津	2018 年-2021 年	19.23	34.25	18.25	15.52	5
53	悦山园	住宅、商业	镇江	2018 年-2020 年	15.99	14.12	5.87	8	20
合计	--	--	--	--	1,225.18	1,022.43	601.95	365.93	--

附件3 联发集团有限公司 主要财务指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额(亿元)	325.17	496.75	669.10	715.10
所有者权益(亿元)	78.64	119.51	154.54	154.83
短期债务(亿元)	14.03	57.02	47.68	55.74
长期债务(亿元)	114.66	111.41	125.96	162.31
全部债务(亿元)	128.69	168.43	173.64	218.06
营业收入(亿元)	111.73	128.75	187.25	18.33
净利润(亿元)	10.06	12.39	20.73	1.41
EBITDA(亿元)	15.37	19.42	32.26	--
经营性净现金流(亿元)	-3.43	-34.91	-6.79	-21.51
流动资产周转次数(次)	0.44	17.36	21.71	2.12
存货周转次数(次)	0.47	0.41	0.36	0.04
总资产周转次数(次)	0.39	0.31	0.32	0.03
现金收入比率(%)	116.26	157.68	142.56	264.55
总资本收益率(%)	6.05	5.65	7.50	--
总资产报酬率(%)	5.05	4.51	5.36	--
净资产收益率(%)	14.43	12.51	15.13	--
营业利润率(%)	14.54	16.38	20.92	16.83
费用收入比(%)	5.05	5.34	4.32	8.34
资产负债率(%)	75.82	75.94	76.90	78.35
全部债务资本化比率(%)	62.12	58.50	52.91	58.48
长期债务资本化比率(%)	59.37	48.25	44.90	51.18
EBITDA利息倍数(倍)	2.62	2.33	2.92	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.12	0.12	0.19	--
流动比率(倍)	2.17	1.63	1.56	1.63
速动比率(倍)	0.69	0.52	0.39	0.40
现金短期债务比(倍)	3.17	1.22	1.74	1.67
经营现金流动负债比率(%)	-2.62	-13.19	-1.75	-5.43
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.51	0.65	1.08	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2、其他流动负债中的短期应付债券已计入公司短期债务。3、公司2019年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 4 建发集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,509.97	2,102.14	2,531.25
所有者权益（亿元）	460.57	649.65	780.19
短期债务（亿元）	166.47	244.12	269.16
长期债务（亿元）	350.84	595.72	589.10
全部债务（亿元）	517.31	839.85	858.27
营业收入（亿元）	1,471.17	2,202.53	2,826.21
净利润（亿元）	36.20	44.19	81.15
EBITDA（亿元）	69.84	93.21	148.07
经营性净现金流（亿元）	-45.04	-191.24	45.35
应收账款周转次数（次）	84.22	61.79	52.04
总资产周转次数（次）	1.95	1.22	1.22
现金收入比率（%）	112.96	109.48	110.16
总资本收益率（%）	9.56	5.15	6.78
总资产报酬率（%）	8.04	4.53	5.86
净资产收益率（%）	15.72	7.96	11.35
营业利润率（%）	6.78	5.88	7.24
费用收入比（%）	4.23	3.87	3.71
资产负债率（%）	69.50	69.10	69.18
全部债务资本化比率（%）	52.90	56.38	52.38
长期债务资本化比率（%）	43.24	47.84	43.02
EBITDA 利息倍数（倍）	2.71	2.71	2.86
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.11	0.17
流动比率（倍）	1.62	1.81	1.71
速动比率（倍）	0.70	0.83	0.57
现金短期债务比（倍）	0.80	0.87	1.00
经营现金流动负债比率（%）	-6.58	-21.74	3.82
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.33	3.11	4.94

注：建发集团其他流动负债中的有息部分计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分计入长期债务

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
复合增长率	(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/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 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 联发集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年联发集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

联发集团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。联发集团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联发集团有限公司的相关状况，如发现联发集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如联发集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至联发集团有限公司提供相关资料。

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

