信用等级公告

联合[2018] 186 号

联合资信评估有限公司通过对联发集团有限公司及其拟发行的2018年度第一期中期票据的信用状况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^{+}

联发集团有限公司

2018年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年二月一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

联发集团有限公司
2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：
主体长期信用等级：AA+
评级展望：稳定
担保方长期信用等级：AAA
担保方评级展望：稳定
本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：12 亿元
本期中期票据期限：3 年
偿还方式：按年付息，到期一次还本
发行目的：偿还公司本部及子公司有息债务

评级时间：2018 年 2 月 1 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.44	23.39	44.42	56.98
资产总额(亿元)	243.49	253.64	325.17	371.41
所有者权益(亿元)	60.67	61.13	78.64	85.47
短期债务(亿元)	18.83	28.28	14.03	22.20
长期债务(亿元)	70.74	73.40	114.66	134.04
全部债务(亿元)	89.57	101.68	128.69	156.24
营业收入(亿元)	70.11	90.94	111.73	14.99
利润总额(亿元)	11.76	11.62	13.50	1.81
EBITDA（亿元）	13.14	12.97	15.37	--
经营性净现金流(亿元)	12.73	6.08	-3.43	-27.77
营业利润率(%)	15.29	15.52	14.54	17.72
净资产收益率(%)	14.35	14.14	12.79	--
资产负债率(%)	75.08	75.90	75.82	76.99
全部债务资本化比率(%)	59.62	62.45	62.07	64.64
流动比率(%)	192.67	186.44	217.25	218.73
经营现金流动负债比(%)	11.50	5.14	-2.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.82	7.84	8.37	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.62	1.93	2.62	--

注：2017 年一季度财务报表未经审计。

评级观点

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）是以房地产开发、物业租赁及服务为主业，以供应链运营业务、房地产上下游增值服务业务及投资为辅的国有企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对联发集团的评级反映了公司作为厦门地区知名房地产企业，股东背景良好、近年来房地产销售面积持续增长等优势；同时联合资信也关注到公司面临较大去化压力、整体债务负担较重、在建项目及拟建项目未来投资规模较大、未来筹资压力较大、所有者权益稳定性偏弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来随着在建及拟建房地产项目的开发销售，以及公司物业租赁管理业务的获利能力的提升，公司整体收入规模有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，建发股份的主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，显著提升本期中期票据到期偿付的安全性。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司是厦门市国有房地产开发企业，区域品牌优势明显，近年来房地产销售面积快速增长。
2. 公司控股股东厦门建发股份有限公司在供应链运营和房地产等业务领域具有良好的市场形象及商业信用，为公司业务开展提供了有力的支持。

分析师

刘艳婷　王 爽

邮箱： lianhe@lhratings.com

电话： 010-85679696

传真： 010-85679228

地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址： www.lhratings.com

3. 公司房地产业务区域布局逐步优化，预收款项规模较大，为未来营业收入的确认提供了一定的支撑。
4. 公司持有物业以历史成本入账，具有良好升值潜力，变现能力较强。
5. 本期中期票据由建发股份提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期中期票据到期偿付的安全性。

关注

1. 房地产行业受宏观政策调控影响显著，未来房地产市场运行仍存在不确定性。公司土地储备多位于二三线城市，面临较大去库存压力。
2. 公司债务负担较重，在建项目较多，未来面临较大的筹资压力。
3. 公司所有者权益中未分配利润占比大，稳定性较弱。

声　明

一、本报告引用的资料主要由联发集团有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联发集团有限公司
2018 年度第一期中期票据信用评级报告

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 年由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）、昌富利（香港）贸易有限公司（以下简称“昌富利”）和香港德盛有限公司（以下简称“香港德盛”）共同出资组建，出资比例分别为 75.00%、20.00%和 5.00%。昌富利为建发股份全资子公司。

2013 年，根据厦门市投资促进局的批复意见，公司注册资本由 18.00 亿元增至 21.00 亿元，增资部分由原股东按原出资比例以其 2012 年度分得的税后利润转入。

2017 年 3 月，昌富利将其持有的公司 20%股权转让给建发股份。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 21.00 亿元，控股股东建发股份持股比例 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。

公司主营业务包括房地产开发、供应链运营和物业租赁及管理。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 325.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益 15.70 亿元）78.64 亿元；2016 年，公司实现营业收入 111.73 亿元，利润总额 13.50 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 371.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益 21.09 亿元）85.47 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.99 亿元，利润总额 1.81 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、本期中期票据概况

公司于 2017 年注册额度为 24 亿元的中期票据，并已于 2017 年 5 月发行了公司 2017 年度第一期中期票据，额度 12 亿元，期限 3 年，本期计划发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度 12 亿元，期限 3 年，募集资金将用于偿还公司本部及子公司有息债务。

本期中期票据由建发股份提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领

域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，我国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来

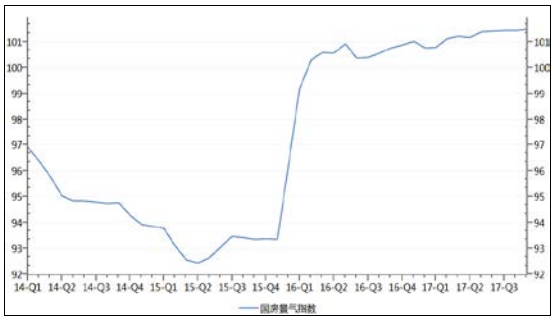
居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

2014 年的中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑；中央政策以“稳”为主，关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费；各地加速房地产市场化转型，限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。进入 2015 年，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016 年上半年，房地产市场成交大幅回升，在宽松的政策和货币信贷环境下，市场预期向好，成交稳步提升。2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1　2014 年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。2017年1～9月，全国房地产开发投资8.06万亿元，同比增长8.10%；其中住宅投资5.51万亿元，同比增增长10.40%。从增速上看，房地产开发投资在2017年一季度迎来小高峰后增速持续回落，一线城市尤为明显。

房屋开工/竣工面积：2014年全国房屋新开工面积为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中住宅新开工12.5亿平方米，同比下降14.4%；全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%；全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。2015年，全国房屋新开工面积15.4亿平方米，同比下降14.0%，其中住宅新开工面积10.7亿平方米，同比下降14.6%。2016年，全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。2017年1～9月，全国房屋施工面积73.81亿平方米，同比增长3.10%；新开工面积13.10亿平方米，同比增长6.80%，其中住宅新开工面积9.41亿平方米，同比增长11.10%；竣工面积5.77亿平方米，同比增长1.00%，其中住宅竣工面积4.13亿平方米，同比增长1.90%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速变动较大。2014年，全国商品房销售面积为12.1亿平方米，同比下降7.6%，销售额为7.6万亿元，同比下降6.3%，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长；住宅销售面

积（10.5亿平方米）同比下降9.1%，销售额（6.2万亿元）同比下降7.8%，办公楼的销售面积和销售额同比分别下降13.4%和21.4%（2498万平方米和2944亿元），商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长7.2%和7.6%（9075万平方米和8906亿元）。2015年，受益于利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为12.85亿平方米，同比增长6.5%，销售额为8.73万亿元，同比增长14.4%。2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。2017年1～9月，商品房销售面积11.60亿平方米，同比增长10.30%；实现销售额9.19万亿元，同比增长14.60%。进入2017年以来，受房地产市场限购、限售、限价等调控政策影响，中国商品房销售面积和销售额的累计同比增速除了在6月份的时候有小幅回调以外，是呈逐月回落的趋势，销售面积同比增速由年初的26.0%下降到了三季度的14.60%。价格方面，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，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10～12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。2017年以来，一线城市新建住宅价格基本保持稳定，8月后环比开始由正转负，8月单月出现0.30%的年内最大跌幅。二线城市新建住宅价格环比也由二季度的0.53%下降到了三季度的0.16%。三四线城市商品房价格涨幅大于一二线城市，但也出现了环比回落态势，三线代表城市新建住宅价格9月环比增幅仅为0.20%，逐步趋稳。

2. 土地供给与信贷环境

从土地成交情况来看，2017年主力房企销售情况良好，资金较为充裕，补库存意愿较强，同时各线城市土地供应同比均有所增加，土地市场量价齐升。2017年1～9月，房地产开发企业土地购置面积1.67亿平方米，同比增长12.2%；土地成交价款8149亿元，同比增长46.3%；300个城市成交楼面均价为2384元/平方米，同比上涨28%。一线城市响应土地供应新规，土地供应显著增加，但其中自住房土地供应增加，对销售条件和价格以及自持比例等限制也较多，溢价率相对其他城市较低，为18%。二线城市土地供应与去年基本持平，土拍政策也渐趋多元，土地价格仍呈上涨，平均溢价率为33%，涨幅则有所收窄。三四线城市上半年的良好销售情况和热点城市的需求外溢，带动了土地市场升温，土地供应和成交面积均有较大幅度的增长，根据中指院的统计，成交楼面均价较2016年同期增长19%，平均溢价率高达45%。

从房地产开发资金来源来看，2016 年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09%和 16.92%，其中房地产贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.60 万亿元，较上年增加 0.84 万亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。2016 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.68 万亿元，同比增长 27.00%，增速进一步上涨；全年新

增房地产贷款 5.67 万亿元，较上年增加 2.07 万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

3. 行业政策

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017 年 7 月 24 日，中共中央政治局召开会议签到要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017 年 7 月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央

行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等 12 个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

4. 行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率等方面具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况出现增幅回落，三四线城市对地产市场销售形成支撑。随着三四线城市库存压力减轻，后续市场热度或有所下降，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

5. 区域经济环境

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区经济发展的战略定位和强劲发展为公司的发展创造了一个良好的外部环境。

根据《厦门市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，厦门全年地区生产总值（GDP）3784.25 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 23.45 亿元，下降 5.5%；第二产业增加值 1558.62 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 2202.18 亿元，增长 9.8%。三次产业结构为 0.6：41.2：58.2。按常住人口计算的人均地区生产总值 97282 元，增长 6.3%，折合 14646 美元。

2016 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值 1264.79 亿元，增长 5.4%，占全市地区生产总值的 33.4%。截至 2016 年底，全市规模以上工业企业 1699 家，实现工业总产值 5254.71 亿元，其中产值超亿元的企业 587 家，实现产值 4761.78 亿元，占全市规模以上工业总产值的 90.6%。规模以上工业中，重工业完成增加值 825.89 亿元，比上年增长 12%；轻工业完成增加值 438.89 亿元，下降 5.5%，重工业与轻工业之比为 1.88:1。

2016 年，厦门市基础设施投资 792.35 亿元，增长 34.2%，其中交通运输业投资 500.08 亿元，增长 59.8%。工业投资 397.72 亿元，增长 12.2%，其中制造业投资 354.42 亿元，增长 18.2%。社会事业投资 83.80 亿元，下降 15.5%。

2016 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）2159.81 亿元，增长 14.4%。分产业看，第一产业投资增长 16.4%，第二产业投资增长 12.2%，第三产业投资增长 14.9%，三次产业投资比例为 0.1:18.6:81.3。

6. 厦门市房地产市场概况

2016 年，厦门市房地产开发投资 765.80 亿元，下降 1.1%，占固定资产投资（不含农户）的 35.5%。其中土地购置费 268.02 亿元，下降 9.8%，占房地产投资的 35.0%；全市商品房施工面积 4312.20 万平方米，下降 0.5%；房地产新开工面积 548.46 万平方米，下降 7.4%。各季度增速呈现出不断回落趋势。从开工情况来看，受土地供给限制，房地产新开工项目缩减，进一步导致商品房新开工面积大幅下降和建安进度放缓。从销售面积来看，2016 年全市商品住宅销售面积为 249.67 万平方米，同比下降 29.20%。

从土地供应来看，2016 年，厦门市土地市场整体呈量跌价升趋势，共计推出各类用地 66 宗，共计 258.3 万平方米，同比减少 13.35%。其中，推出住宅用地 16 宗，共计 80.7 万平方米，同比减少 18.41%；商办用地 20 宗，共计 51.6 万平方米，同比减少 55.69%。从土地成交来看，2016 年，厦门市共成交各类用地 56 宗，共计 203.7 万平方米，同比减少 36.89%，其中，成交住宅用地 16 宗，共计 80.7 万平方米，同比减少 15.64%；商办用地 18 宗，共计 43.7 万平方米，同比减少 43.55%。从土地价格来看，2016 年厦门市各类用地楼面均价为 13176 元/平方米，同比上升 289.57%，其中，住宅用地楼面均价为 28761 元/平方米，同比上升 324.22%；商办用地楼面均价为 1508 元/平方米，同比下降 59.80%。

2011 年以来，除 2012 年因房地产调控导致厦门房价略有下滑外，剩余年份厦门市房价均处于上涨态势，且同比涨幅多次居全国第一。据中国指数研究院统计，2014 年厦门住宅均价累计上涨幅度达 12.27%，厦门市住宅价格定基指数为 127.1，同比指数为 102.1，环比指数 99.5，远高于其它城市的平均水平。2014 年，厦门住宅均价达 21152 元/平方米，绝对水平超过一线城市广州。2016 年，厦门市商品房均价同比增长 30.30%，均价 29994 元/平方米。

总体看，联发集团及担保方建发股份所在厦门区域房地产市场近年来发展情况良好，且厦门市财政实力较强，区域经济发展良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 21.00 亿元，控股股东建发股份持股比例 95.00%，建发股份的控股股东是厦门建发集团有限公司。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。

2. 企业规模

公司是以房地产开发为主业，以持有性物业经营和供应链运营业务为辅的国有企业，拥有房地产开发一级资质。经过 30 年的发展，公司项目开发区域已涵盖厦门、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，项目地理位置优越。截至 2017 年 3 月底，公司累计开发总建筑面积约 1079 万平方米，土地储备超过 320 万平方米，持有物业面积近 109 万平方米，形成了快速滚动发展与自主运营相结合的战略布局。

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、“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“2017 中国房地产百强企业”位列第 51 名，同时公司在优化运营体系、加快开发节奏、标准化运营等方面的优秀表现，位列房地产百强企业“运营效率 TOP10”。公司已连续 10 年位列房地产百强。

总体看，公司房地产开发经验较为丰富，在项目开发地具有较好的影响力和品牌知名度，市场竞争实力强。

3. 人员素质

公司现有董事长 1 人，副董事长 1 人，其他董事 5 人。高级管理人员 7 名，其中常务副总经理 1 名，副总经理 6 名，均具有丰富的房地产企业管理经验。

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。曾任联发集团有限公司财务部总经理，总经理助理、副总经理、总经理。

公司常务副总经理庄学谦先生，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、副总经理。

截至 2017 年 3 月底，公司共有在职员工 2827 人。从学历构成看，公司本科及以上学历者占比 28.86%，大专学历者占比 23.91%，大专以下学历者占比 47.22%；从年龄构成看，公司 50 岁以上占比 8.84%，30~50 岁占比 57.16%，30 岁以下占比 33.99%。

总体看，公司高级管理人员具有丰富的房地产行业从业及管理经验；公司员工构成较合理，能够满足公司运营及发展的需要。

4. 股东背景

公司控股股东建发股份为股份制上市公司（股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH），截至 2017 年 3 月底，建发集团持股 45.89%。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团 100%股权，为建发股份实际控制人。

建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业。建发股份拥有两家房地产公司，分别为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”，注册资本 200000 万元，建发股份持股 54.65%）。截至 2017 年 3 月底，建发股份土地储备主要分布于厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉等城市。

截至 2016 年底，建发股份合并资产总额 1264.25 亿元，所有者权益合计 326.29 亿元（其中少数股东权益 111.08 亿元）。2016 年建发股份实现营业收入 1455.91 亿元，利润总额 52.93 亿元。

截至 2017 年 3 月底，建发股份合并资产总额 1494.09 亿元，所有者权益合计 335.57 亿元（其中少数股东权益 116.50 亿元）。2017 年 1~3 月，建发股份实现营业收入 389.88 亿元，利润总额 6.54 亿元。

整体看，公司控股股东实力强，在供应链运营和房地产等业务领域具有良好的市场形象及商业信用，为公司业务开展提供了有力的支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》、《中外合资经营企业法》等有关法律，制订了《公司章程》，并建立了由董事会、经理层组成的法人治理结

构体系，明确了各方在决策、执行、监督等方面的职责权限和责任义务。公司董事会，由 7 名董事组成，建发股份委派 6 名，香港德盛委派 1 名。董事会设董事长 1 名，由建发股份委派，董事长是公司的法定代表人。公司不设监事会和监事。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 4 年，经董事会同意可连任。总经理负责公司的全面经营管理，副总经理协助其工作。

2. 管理水平

公司根据《企业内部控制基本规范》及相关配套指引，结合自身经营管理的需要，建立了公司内控建设和内控自我评价制度等相关制度。公司设置了产业发展部、地产拓展部、工程项目建设部、成本管理部、产品开发中心、营销管理部、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、信息化应用部 14 个部门，各部门按照相关的规章制度展开工作。

在投资管理方面，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，对公司投资业务的管理流程、投资业务管理权限、投资企业股权的日常管理及投资企业股权变更等各方面做出了明确的规定。公司形成了一套科学、有效的决策机制，覆盖项目决策的前期信息搜集、可行性论证至立项决策的全过程。

在财务管理方面，公司制订了《财务管理制度》、《资金管理制度》，对会计核算管理、预算管理、资金管理、费用管理等方面都做出了明确的规范。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、财务分析报告。

对子公司的管理方面，公司负责重大投资决策的制定和重大事项的管理，对子公司的董事、监事、高级管理人员进行任命。子公司负责项目的日常具体运作经营。公司成本管理部、产品开发中心、营销管理部等部门，定期对子公司的相关数据进行统计和监控。同时，财务部门、审计部门通过对子公司财务监控、内部审计等方式，实现对子公司的财务监督。

总体来看，公司法人治理结构完善，部门设置齐全，内部管理制度健全。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括房地产开发、供应链运营和物业租赁及管理。

2014~2016年，公司营业收入年均复合增长26.24%，主要系房地产板块业务收入的稳步增长，三年分别为70.11亿元、90.94亿元和111.73亿元。从营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司营业收入的主要来源，2014~2016年房地产开发业务的占比均超过85%。2016年，公司房地产开发业务收入为96.30亿元，同比增长20.84%，占当年营业收入的86.19%；近年来供应链运营业务收入有所增长，2016年实现收入11.16亿元，同比增长45.88%，占当年营业收入的9.99%。近三年物业及租赁管理业务收入逐年增长，2016年为3.68亿元，占当年营业收入的3.29%。公司其他业务主要为房地产上下游增值服务。

2014~2016年，公司毛利率水平略有下降，三年分别为23.88%、23.86%和20.86%，主要系房地产开发业务毛利率水平有所下降所致。2014~2016年，公司房地产开发业务毛利率逐年下降，系前期廉价土地储备逐步消耗，新取得的土地成本相对较高，同时人工成本及原材料价格亦有上涨，带动房地产建设支出增加，毛利率有所下降；2016年房地产开发业务毛利率较2015年下降2.57个百分点，为21.59%。2016年，公司供应链运营业

务毛利率为0.88%，较2015年有所下降；2016年，公司物业及租赁管理业务毛利率55.13%，较2015年亦有所下降。

表 1　2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业板块收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	59.78	85.28	25.43	79.69	87.63	24.16	96.30	86.19	21.59	12.65	84.43	19.85
供应链运营	7.29	10.40	1.45	7.65	8.42	2.11	11.16	9.99	0.88	1.09	7.30	2.29
物业及租赁管理	2.77	3.95	42.82	3.22	3.54	60.56	3.68	3.29	55.13	1.09	7.25	49.52
其他	0.26	0.38	95.18	0.38	0.41	87.56	0.59	0.53	65.49	0.15	1.02	70.22
合计	**70.11**	**100.00**	**23.88**	**90.94**	**100.00**	**23.86**	**111.73**	**100.00**	**20.86**	**14.99**	**100.00**	**21.23**

资料来源：公司提供
注：尾差由于四舍五入产生。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.99 亿元，同比增长 37.78%，毛利率为 21.23%，较 2016 年略有上升，其中房地产开发业务毛利率为 19.85%，较 2016 年小幅下降 1.74 个百分点；供应链运营业务毛利率为 2.29%，较 2016 年提升 1.41 个百分点；物业租赁及管理业务毛利率为 49.52%，较 2016 年下降 5.61 个百分点。

总体看，公司主营业务明确，房地产开发业务占比高，近年来营业收入稳定增长，但综合毛利率有所下滑。

2. 房地产开发业务

项目开发

在项目开发方面，公司采用两级管理模式。联发集团针对各项目制定建设计划，指导、监督、考核项目公司的完成情况；项目公司为房地产开发业务经营实体，负责项目的日常管理与建设。截至 2017 年 3 月底，公司共有控股子公司 65 家，其中项目公司 48 家。

从区域上看，目前公司开发的项目主要位于厦门、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。从产品定位上看，公司开发的项目主要针对中端、高端消费者，在各项目所在地取得了较好的品牌知名度。

从项目开发数据来看，2014~2016 年，公司在建面积持续增长，新开工面积波动增长，2016 年，公司在建面积和新开工面积分别为 405.96 万平方米和 196.97 万平方米，均较 2015 年大幅增长。2016 年，公司房地产竣工面积为 120.00 万平方米，较 2015 年下降 9.55%。2017 年 1~3 月，公司在建和新开工面积分别为 357.84 万平方米和 71.87 万平方米。

表2　2014~2017年1季度公司房地产开发情况
（单位：万平方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
全年在建面积	334.09	339.07	405.96	357.84
房屋竣工面积	77.77	131.46	120.00	--
新开工面积	139.80	117.87	196.97	71.87

资料来源：公司提供

房产销售

在房地产开发销售模式方面，公司主要依靠自有的销售团队，同时辅以少量专业团队。

2014～2016 年，公司房屋签约销售面积

快速增长，年均复合增长 33.19%。2016 年，公司房屋签约销售面积为 132.74 万平方米，同比增长 39.93%；实现签约销售金额 122.71 亿元，同比增长 52.66%。受房地产行业景气度波动和公司商品房销售区域分布变动影响，2014～2016 年，公司房屋销售均价呈波动下降趋势，但因销售面积的增长速度高于销售均价的下降速度，公司整体销售金额仍呈现快速上升趋势。2017 年 1~3 月，公司房屋签约销售面积 35.57 万平方米，为 2016 年全年的26.80%，销售均价较2016年有所上升。

2014~2016 年，公司结转销售面积和结转收入都呈现稳定增长趋势。2016 年，公司结转面积 102.24 万平方米，同比增长 12.59%；结转收入 96.30 亿元，同比增长 20.84%。截至 2017 年 3 月底，公司账面预收款项余额 101.30 亿元，未来公司结转收入规模较有保证。

表3　2014~2017年1季度公司商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
签约销售面积	74.83	94.86	132.74	35.57
结转销售面积	73.70	90.81	102.24	18.56
房屋销售平均价格	0.94	0.85	0.92	1.01
签约销售额	70.27	80.38	122.71	36.08
结转收入	59.78	79.69	96.30	12.65

资料来源：公司提供

表4　2014~2017年3月公司开发完成房地产项目情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

序号	项目名称	位置	用途	建筑面积	17 年 3 月底累计销售面积	17 年 3 月底累计销售总额	已售均价	销售进度	未完成销售的原因
1	杏林湾 1 号	厦门	住宅、商业	46.66	44.87	52.33	11663	100%	售罄
2	欣悦园	厦门	住宅、商业	9.07	9.03	11.62	12870	100%	售罄
3	联发旭景	桂林	住宅、商业	27.56	23.00	15.81	6874	96%	尾盘
4	君悦朝阳	南昌	住宅、商业	15.80	12.42	10.46	8424	95%	尾盘
5	君悦湖	南昌	住宅、商业	23.92	17.07	13.53	7926	96%	尾盘
6	联发臻品	南宁	住宅、商业	15.98	14.83	15.47	10436	96%	尾盘
7	滨海琴墅	天津	住宅、商业	17.80	14.30	15.95	11156	99%	尾盘
8	联发九都府	武汉	住宅、商业	14.70	12.68	13.41	10574	92%	尾盘
9	益景	桂林	住宅、商业	9.36	7.48	5.64	7548	90%	在售
10	君领朝阳	南昌	住宅、商业	21.52	20.77	20.76	9994	97%	尾盘
11	尚筑	南宁	住宅、商业	28.63	22.52	12.80	5685	90%	在售
12	九都国际	武汉	住宅、商业	19.30	12.49	15.82	12666	85%	在售
	合计	-	-	**250.30**	**211.46**	**203.59**	--	--	--

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司将房地产开发区域划分为 8 大城市，包括厦门、南昌、南宁、桂林、重庆、天津、武汉和扬州。厦门、天津、桂林、南昌地区房地产销售历年占比较高，2016 年以上区域合计占比 75.49%，其余地区占比随具体项目进度变化较大。

表 5　公司房地产结转收入区域占比情况（单位：%）

地区	2014 年	2015 年	2016 年
厦门	31.96	32.44	23.24
南昌	15.32	21.02	15.23
南宁	10.45	5.30	10.54
桂林	12.94	20.27	18.08
重庆	12.25	5.12	5.80
天津	5.99	4.83	18.94
武汉	8.85	5.92	3.10
扬州	0.33	5.11	5.06
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：尾差由于四舍五入产生。

在建项目

截至 2017 年 3 月底，公司在建项目共 29 个，规划建筑面积达 689.15 万平方米，主要位于厦门、桂林、天津、柳州等重要城市。项目预计总投资为 397.44 亿元，截至 2017 年 3 月底已投资 251.05 亿元，后续尚需投资 146.39 亿元。在建项目中 17 个项目工程进度超过 50%，为公司未来三年提供了较大规模的可售房产。截至 2017 年 3 月底，公司拟建项目 9 个，预计总投资 136.80 亿元，已落实资金 58.16 亿元，尚需投资 78.64 亿元。公司在建项目及拟建项目后续投资规模较大，公司具有较大的筹资压力。

表 6　截至 2017 年 3 月底公司在建地产项目基本情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	用途	位置	建设期	总投资	已投资	规划建筑面积	项目进度	五证获取情况
联发欣悦	住宅商业	重庆	2016 年-2018 年	13.83	8.47	24.24	70%	A+B+C+D+E
红莲湖项目	住宅商业、服务业	鄂州	2016 年-2022 年	40.00	7.56	122.00	10%	A+B+C+D
江与城	住宅商业	桂林	2015 年-2018 年	10.67	9.32	26.16	85%	A+B+C+D+E
乾景	住宅商业办公	桂林	2013 年-2017 年	15.00	14.50	31.93	90%	A+B+C+D+E
乾景欣悦	住宅商业	桂林	2015 年-2018 年	10.53	6.97	24.36	50%	A+B+C+D+E
悠山郡	住宅商业	桂林	2014 年-2018 年	12.53	10.88	28.15	80%	A+B+C+D+E
君悦华庭	住宅商业	南昌	2015 年-2018 年	14.76	11.22	20.19	70%	A+B+C+D+E
君澜	住宅商业办公	南宁	2015 年-2019 年	28.15	16.57	40.40	65%	A+B+C+D+E
电商未来城	住宅商业办公	莆田	2015 年-2021 年	25.88	11.05	46.96	55%	A+B+C+D+E
天津欣悦学府	住宅商业	天津	2016 年-2019 年	15.93	9.42	21.49	55%	A+B+C+D+E
第五街	住宅商业	天津	2013 年-2017 年	20.27	22.05	22.86	90%	A+B+C+D+E
南山别墅	住宅商业	重庆	2011 年-2018 年	6.00	4.05	14.00	20%	A
滨海写字楼	办公	厦门	2014 年-2018 年	8.15	4.47	8.14	70%	A+B+C+D
欣悦湾	住宅商业	厦门	2012 年-2017 年	22.46	20.55	26.03	90%	A+B+C+D+E
欣悦学府	住宅商业	厦门	2014 年-2018 年	11.76	12.10	9.37	90%	A+B+C+D+E
君悦华府	住宅商业	扬州	2012 年-2018 年	32.57	32.94	37.90	90%	A+B+C+D+E
欣悦华庭	住宅商业	漳州	2014 年-2018 年	12.31	8.37	21.95	70%	A+B+C+D+E
君悦滨江	住宅商业	赣州	2015 年-2018 年	1.20	1.27	2.84	80%	A+B+C+D+E
柳州荣君府	住宅商业	柳州	2016 年-2020 年	5.00	3.04	9.95	55%	A+B+C+D+E
君澜天地	住宅商业	南昌	2016 年-2020 年	8.41	5.00	7.14	20%	A+B+C+D+E
红郡	住宅商业	天津	2017 年-2021 年	16.00	7.98	13.27	10%	A+B+C+D

东港广场	住宅商业	南昌	2016 年-2020 年	11.00	3.33	21.07	25%	A+B+C+D
联发君玺	住宅商业	赣州	2016 年-2020 年	3.03	1.97	5.08	30%	A+B+C+D+E
星领地	住宅商业	扬州	2017 年-2021 年	9.00	2.41	19.60	10%	A+B+C+D
柳雍府	住宅商业	柳州	2017 年-2019 年	2.00	0.97	5.54	10%	A+B+C+D+E
联发滨江	住宅商业	柳州	2017 年-2020 年	15.00	4.17	33.58	10%	A+B+C+D
联发君悦	住宅商业	柳州	2017 年-2020 年	8.00	1.29	25.20	10%	A+B+C+D
君领绥溪	住宅商业	莆田	2017 年-2019 年	13.00	8.30	14.37	10%	A+B
公园里	住宅商业	重庆	2017 年-2020 年	5.00	0.83	5.38	10%	A+B+C+D
合计	--	--	--	**397.44**	**251.05**	**689.15**	--	--

资料来源：公司提供
注：项目批准情况五证明细：A、《国有土地使用证》；B、《建筑用地规划许可证》；C、《建设工程规划许可证》；D、《建设工程施工许可证》；E、《商品房预售许可证》。部分项目未有《国有土地使用证》，主要是因为分期缴纳地价款，待缴清后统一办理土地证。

表 7　截至 2017 年 3 月底公司拟建地产项目基本情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	用途	位置	建设期	总投资	已落实资金	规划建筑面积	五证获取情况
江宁 G61 地块	住宅商业	南宁	2017 年-2019 年	16.00	11.22	4.86	A
2013G18 号地块	住宅商业	南安	待定	9.00	0.00	15.16	--
2016P10 地块	住宅商业	南安	待定	10.00	0.75	22.71	A
津蓟（拍）2016-028 号地块	住宅商业	天津	2017 年-2019 年	8.00	3.82	4.77	A
重庆巴南区李家沱-鱼洞组团 Q 分区 Q17-2/01、Q18-2/02、Q19-1/01、Q19-4/01 号宗地	住宅商业	重庆	待定	23.00	5.89	40.22	A
GC2016-097 号宗地	住宅商业	南宁	待定	17.00	4.78	19.64	--
津滨生转让（挂）2016-4 号地块	住宅商业	天津	2017 年-2020 年	31.60	20.08	12.79	A
DBA2017001（K23）地块	住宅商业	赣州	待定	13.00	7.95	16.15	A
良渚 47 号地块	住宅商业	杭州	待定	9.20	3.67	4.38	--
合计	--	--	--	**136.80**	**58.16**	**140.68**	--

资料来源：公司提供
注：项目批准情况五证明细：A、《国有土地使用证》；部分项目未有《国有土地使用证》，主要是因为分期缴纳地价款，待缴清后统一办理土地证。

土地储备

公司土地储备工作由集团主导，主要采用“招、拍、挂”方式从市场取得，同时也有少部分土地采用收购、与其他公司合作开发等方式取得。

截至 2017 年 3 月底，公司土地储备建筑面积 321.33 万平方米。2016 年购入土地 14 块，建筑面积合计为 155.26 万平方米；2017 年 1~3 月，公司共购入土地 2 块，面积合计为 20.53 万平方米。公司土地储备成交地价共计 123.87 亿元，截至 2017 年 3 月底，已交出让金 96.64 亿元，尚有 27.23 亿元的土地款未缴纳。

总体看，公司的土地储备主要位于鄂州、

重庆及南宁，以上三个城市的土地储备权益计容建筑面积占总土地储备权益计容建筑面积的 59.36%；另外公司开始进入海外市场，在悉尼以股权收购的方式储备土地两块，未来其开发易受宏观经济及区域房地产市场波动的影响，具有一定的不确定性。

表8　截至2017年3月底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目所在地	取得方式	权益比例	成交地价	已交出让金	权益计容建筑面积	土地取得时间
南山别墅	重庆	招拍挂	80%	2.50	2.50	7.71	2008.01
金开融府	重庆	招拍挂	30%	2.58	2.58	1.71	2009.09
君悦华府	扬州	招拍挂	100%	7.60	7.60	5.30	2011.01
君澜	南宁	招拍挂	70%	7.28	7.28	2.38	2012.12
红莲湖项目	鄂州	招拍挂	100%	8.18	5.92	119.10	2013.01
电商未来城	莆田	招拍挂	80%	5.36	5.36	9.35	2015.04
桃李春风	长泰	股权收购	40%	1.10	1.10	1.38	2016.03
君澜天地	南昌	招拍挂	100%	4.32	4.32	5.03	2016.03
红郡	天津	招拍挂	100%	7.00	7.00	1.40	2016.04
联发君玺	赣州	招拍挂	100%	1.67	1.67	3.79	2016.07
东港广场	南昌	股权收购	80%	3.32	3.32	9.56	2016.07
56 Gudgegong Road 地块	悉尼	股权收购	40%	0.66	0.66	1.15	2016.07
联发滨江	柳州	招拍挂	100%	3.72	1.86	24.11	2016.08
灌口 J2016P01 地块	厦门	招拍挂	49%	13.72	13.72	4.18	2016.08
江宁区 2016G61 地块	南京	招拍挂	100%	10.85	10.85	4.86	2016.09
2016P10 地块	南安	股权收购	51%	1.50	0.75	11.58	2016.10
津蓟（拍）2016-028 号地块	天津	招拍挂	100%	3.59	1.80	3.48	2016.11
重庆巴南区李家沱-鱼洞组团 Q 分区 Q17-2/01、Q18-2/02、Q19-1/01、Q19-4/01 号宗地	重庆	招拍挂	100%	10.65	5.33	40.22	2016.11
GC2016-097 号宗地	南宁	招拍挂	100%	8.99	1.41	19.64	2016.12
西南小镇 Leppington 地块	悉尼	股权收购	40%	4.30	0.30	24.88	2016.12
DBA2017001 地块	赣州	招拍挂	100%	7.64	7.64	16.15	2017.01
良渚 47 号地块	杭州	招拍挂	100%	7.34	3.67	4.38	2017.01
合计	--	--	--	**123.87**	**96.64**	**321.33**	--

资料来源：公司提供

总体看，房地产开发业务作为公司主要收入和利润来源，近年来开发节奏较为稳健，销售面积持续增长；2016 年，公司拿地规模较大，且主要位于二三线城市，未来几年二三线城市商品房销售价格走向存在一定不确定性，考虑到公司土地储备和在建项目规模

较大，为未来房地产销售规模持续增加带来保障，但在建项目后续投资规模较大，公司面临一定的筹资和去化压力。

3. 物业及租赁管理业务

截至 2017 年 3 月底，公司持有性物业面积为 108.95 万平方米，位于厦门、重庆、南昌和桂林等地。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）、教育地产。公司持有性物业中的 97.26 万平方米位于厦门，且其中 37 万平的物业紧邻厦门自贸区，区位优势明显，目前按照历史成本入账，在逐步升级改造后，未来升值空间较大。目前公司物业平均出租率约 80%，整体出租情况较好，租赁业务年收入在 2 亿元以上，为公司营业收入提供了稳定的补充。

表 9　截至 2017 年 3 月底公司持有物业情况（单位：万平方米、%、万元）

项目名称	项目所在地	建筑面积	物业概况	出租率	账面金额
湖里工业园	厦门	18.14	工业厂房	85	2858.50
杏林工业园	厦门	5.56	工业厂房	71	3858.75
黄金工业园	厦门	17.9	工业厂房	94	25041.73
软件学院	厦门	6.91	教育地产	100	10689.29
湖里写字楼	厦门	7.59	写字楼	94	6051.25
湖里颐豪酒店等	厦门	3.37	酒店	100	3653.46
华美文创园	厦门	4.07	文创园	96	11157.05
文创口岸	厦门	3.45	文创园	53	14497.47
五缘湾幼儿园	厦门	0.33	幼儿园	100	1403.47
联发电子商城	厦门	3.09	商业	7	20357.65
联达商业广场	桂林	5.74	商业	96	23580.85
联发广场	南昌	4.26	写字楼	80	36619.96
联发尚筑	南宁	0.01	商业	100	87.63
联发嘉园	重庆	0.09	幼儿园	100	601.96
联发瞰青	重庆	0.18	商业	100	2248.98
联发九都府商铺	武汉	0.70	商业	43	4177.95
扬州君悦华府	扬州	0.38	商铺	100	5197.10
滨海琴墅商铺	天津	0.34	商铺	100	8756.94
软件学院二三四期土地	厦门	25.92	教育地产	--	7559.49
软件学院二三四期在建工程	厦门	0.93	教育地产	--	3029.39
合计	--	**108.95**	--	--	**191428.86**

资料来源：公司提供

厦门地区物业：（1）公司在厦门市湖里区拥有物业近 37 万平方米，出租率很高，位于厦门岛内湖里区黄金地带的湖里大道两侧，紧邻厦门自由贸易试验区，区位优势十分明显，交通物流极其便利。为顺应厦门岛内产业升级换代的发展趋势，建设国家级闽台（厦门）文化产业园的需要，联发集团对湖里物业逐步进行改造升级，每年将一部分普通工业厂房升级改造为符合区域经济特点和产业发展需求的高端产业园区。随着厦门

市自贸区的设立和厦门湖里物业的升级改造，未来该物业的升值潜力很大，但部分厂房目前租金价格较低。（2）公司在厦门拥有厦门赛格电子市场、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。

桂林地区物业：桂林联达商业广场座落于桂林市象山区环城西一路，紧临桂林市黑山园林植物园。商业广场由 7 栋楼建筑相互联接组成，呈围合式院落形式，集购物、休闲、娱乐、餐饮、旅游于一体，是桂林老城区的代表性商业项目，以之命名的“联达商圈”一公里范围内囊括了桂林火车站、各大酒店和三十多个住宅小区，是桂林经营成熟的大型购物中心。

南昌地区物业：南昌联发广场位于南昌市红谷滩核心商务区，距南昌市委市政府仅 600 米，交通十分便利，区位价值较高，是该区域的地标性建筑。

总体看，公司持有型物业面积较大，地理位置较好，出租率较高，但部分厂房租金价格较低。公司持有物业均按历史成本入账，账面余额较低，随着厦门自贸区的设立和厂房业态的升级改造逐步完成，公司持有型物业具有一定升值潜力。

4. 供应链运营业务

公司供应链运营业务主要由子公司厦门联信诚有限公司（下简称“联信诚”）开展，业务内容包括建材（钢材、电梯）、石材、仪器、化工、矿产品、农副产品等业务。随着公司战略规划和发展策略的调整，目前公司的供应链运营业务在公司整体业务中占比呈下降态势，这些业务主要是围绕公司房地产业务进行，目的是降低公司的营运成本，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。

公司供应链运营业务以国内贸易为主，国内贸易占比 95%左右，结算方式主要以现金、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。2014～2016 年，公司供应链运营业务分别实现收入 7.29 亿元、7.65 亿元和 11.16 亿元。

表 10　公司供应链业务主要供应商情况（单位：万元）

2016年		
供应商	供货金额	占比
厦门建发原材料贸易有限公司	35593	28%
上海闽路润贸易有限公司	28727	22%
厦门海投经济贸易有限公司	9957	8%
上海容正物流有限公司	4818	4%
厦门国贸集团股份有限公司	3829	3%
合计	**83624**	**65%**
2017 年 1~3 月		
供应商	供货金额	占比
厦门国贸集团股份有限公司	2399	18%
厦门铭铠化工有限公司	1342	10%
福建百顺欣新材料有限公司	1042	8%
GLOBE STONE CORPORATION LIMITED	627	5%
长星胜机电工程（福建）有限公司	550	4%
合计	**5960**	**45%**

资料来源：公司提供

表 11　公司供应链运营业务主要销售商情况（单位：万元）

2016年		
供应商	供货金额	占比
厦门建发股份有限公司	35611	31%
厦门国贸集团股份有限公司	32161	28%
上海闽路润贸易有限公司	9957	9%
厦门丰得伟商贸有限公司	8506	7%
福建省闽光现代物流有限公司	4820	4%
合计	**91055**	**79%**
2017 年 1~3 月		
供应商	供货金额	占比
厦门宝拓资源有限公司	2401	18%
厦门丰得伟商贸有限公司	1506	11%
厦门科扬塑化有限公司	1194	9%

2016年		
厦门万华有限公司	1041	8%
厦门市信孚米业有限公司	939	7%
合计	**7081**	**53%**

资料来源：公司提供

总体看，公司供应链运营主要为房地产主业开展配套服务，经营较稳定。

5. 经营效率

2014～2016 年，公司存货周转次数持续上升，分别为 0.31 次、0.38 次和 0.47 次；公司总资产中存货占比大，总资产周转次数也呈上升趋势，分别为 0.30 次、0.37 次和 0.39 次；销售债权周转次数持续上升，分别为 21.86 次、26.77 次和 30.42 次。总体来看，公司经营效率正常。

6. 未来发展

项目开发方面，未来公司将继续深耕现有业务区域，并在有条件的区域向周边城市拓展，公司将巩固在南昌、桂林等城市的领先地位，加大重庆、武汉、天津三大中心城市土地拓展力度，增强海峡西岸泛厦门区域、长三角高增长潜力城市的投资力度。同时，公司也会注意发展的可持续性和健康性，在获取土地储备时综合考虑成本竞争力等多项因素。

土地储备形式上，公司将采取多种形式获取土地，计划探索养老地产、旅游地产、文化创意、产业地产等多种业态经营模式，紧密结合政策和经济发展走向。

品牌建设和产品设计方面，公司坚持以住宅作为核心主营业务，坚持项目效益首选，全面提升运营能力，在建立健全产品标准化流程的同时，留存创新余地，完善项目设计、开发、建设和管理，提升优质开发项目的价值。

总体看，公司未来发展战略明确，结合自身具体情况，在提升现有业务的基础上积极探索新的增长点，可持续发展能力较好。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2014~2016年度财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2017年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2016 年，公司通过非同一控制下企业合并的方式取得 2 家子公司，通过新设成立纳入合并范围的子公司共 11 家，考虑到新纳入合并范围的子公司资产及净资产规模普遍相对较小，总体来看，合并范围变化对公司影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 325.17 亿元，所有者权益合计 78.64 亿元（其中少数股东权益 15.70 亿元）；2016 年公司实现营业收入 111.73 亿元，利润总额 13.50 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 371.41 亿元，所有者权益合计 85.47 亿元（其中少数股东权益 21.09 元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 14.99 亿元，利润总额 1.81 亿元。

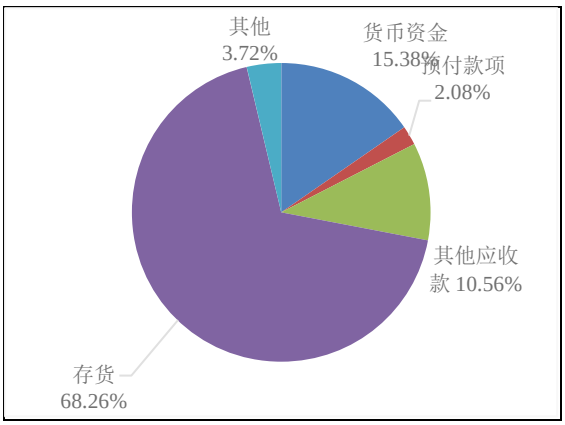
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 15.56%，截至 2016 年底，公司资产总额 325.17 亿元，同比增长 28.20%，主要系货币资金、预付款项、其他应收款、存货及长期股权投资的增长。公司资产以流动资产（占 87.38%）为主，符合房地产开发企业特征。

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 15.40%，主要系货币资金、预付款项、其他应收款及存货的增长。截至 2016 年底，公司流动资产合计 284.15 亿元，同比增长 28.67%，主要由存货（占 68.26%）、其

他应收款（占 10.56%）和货币资金（占 15.38%）等构成。

图 2　2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

注：其他包括应收账款、应收票据、交易性金融资产等其他流动资产。

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 50.04%，主要系筹资活动净流入逐年增长。截至 2016 年底，公司货币资金 43.69 亿元，同比增长 88.69%，以银行存款为主（占 92.22%），其余为少量库存现金和其他货币资金。截至 2016 年底，公司使用受限货币资金 3.40 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、按揭贷款保证金以及预售保证金等存款。

2014~2016 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 5.46%，截至 2016 年底，公司应收账款 4.14 亿元，同比增长 48.08%，主要系房产销售业务规模扩大，　应收账款中的购房客户款项增长所致。

2014~2016 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 69.97%，截至 2016 年底，公司预付款项 5.90 亿元，较 2015 年增加 3.36 亿元，主要系随着房地产开发业务规模扩大导致预付工程款增加。从预付款项账龄来看，账龄在 1 年以内的占比 99.93%。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 145.53%，截至 2016 年底，公司其他应收款 30.00 亿元，较 2015 年底增加 23.64 亿元，主要系参股公司的项目投入往来款增加；从其他应收款账龄来看，账龄在 1 年以内的占 93.84%、1~2 年的占 2.16%，2 年以上的占 4.00%，公司其他应收款账龄较短；截至 2016 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 1.16 亿元，计提比例 3.72%；从其他应收款集中度来看，按欠款方归集的期末余额前五名其他应收款共计 22.73 亿元，占其他应收款合计的 72.95%。总体看，公司其他应收款账龄较短、集中度较高。

表 12　截至 2016 年底公司其他应收款前五名单位情况　（单位：万元、%）

单位名称	账面余额	款项性质	占比
厦门禹联泰房地产开发有限公司	142036.30	关联方往来款	45.59
南昌市财政局	35338.78	保证金	11.21
重庆融创基业房地产开发有限公司	23701.87	其他往来款	7.61
南宁市国土资源出让服务中心	14202.40	保证金	4.56
恒裕通有限公司	12000.00	关联方往来款	5.59
合计	**227279.35**	--	**72.95**

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货规模有所增长，年均复合增长 4.02%，截至 2016 年底，公司存货账面价值 193.96 亿元，同比增长 6.74%。从存货构成上看，主要包括开发成本（占 83.86%）和开发产品（占 15.76%）。截至 2016 年底，公司共计提存货跌价准备 0.69 亿元，其中对开发成本计提跌价准备 0.39 亿元、对开发产品计提跌价准备 0.30 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 21.91%，截至 2016 年底，公司其他流动资产 5.71 亿元，同比增长 41.59%，主要为待抵扣进项税、预缴营业税以及预缴土地增值税等。

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 16.68%，主要系长期股权投资的增长。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 41.03 亿元，同比增长 25.09%；公司

非流动资产主要由投资性房地产（占46.85%）、长期股权投资（占24.46%）、可供出售金融资产（占9.75%）和递延所得税资产（占12.13%）等构成。

2014~2016年，公司可供出售金融资产快速增长，三年分别为0.07亿元、2.82亿元和4.00亿元。截至2016年底，公司可供出售金融资产4.00亿元，同比增加1.18亿元，系可供出售权益工具的增加，主要包括对江苏华泰瑞联并购基金0.50亿元以及厦门海沧区华登小额贷款股份有限公司0.20亿元的投资。

2014~2016年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长30.04%，截至2016年底，公司长期股权投资10.03亿元，同比增长57.61%，均为对联营企业的投资，被投资单位包括宏发科技股份有限公司（6.15亿元）、重庆融联盛房地产开发有限公司（1.94亿元）、厦门华联电子有限公司（1.12亿元）等。

2014~2016年，公司投资性房地产有所增长，年均复合增长3.60%，截至2016年底，，公司投资性房地产19.22亿元，同比增长6.64%，主要包括房屋、建筑物18.16亿元（占比94.48%）。2016年底，公司投资性房地产中未办妥产权证书的账面价值2.72亿元，产权证书正在办理中。

截至2017年3月底，公司资产总额371.41亿元，较2016年底增长14.22%，主要系货币资金和存货的增长。其中流动资产占89.05%，非流动资产占10.95%，流动资产占比进一步上升。截至2017年3月底，公司货币资金56.93亿元，较2016年底增长30.32%，主要系取得借款收到的现金增长所致；截至2017年3月底，公司存货246.58亿元，较2016年底增长27.13%，主要系开发成本的增加。

截至2017年3月底，公司受限资产账面价值合计98.48亿元，占期末资产总额的26.52%，主要系为银行借款设定的担保资产及相关保证金。总体来看，公司受限资产规模较大，资产的可变现能力相对较弱。

总体看，随着房地产业务规模快速扩张，公司资产总额快速增长。资产构成以流动资产为主，非流动资产主要为投资性房地产和长期股权投资。公司流动资产中存货占比大，变现能力受房地产市场波动影响明显，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 13.85%，截至 2016 年底，公司所有者权益 78.64 亿元，同比增长 28.63%，主要系未分配利润及少数股东权益的增加所致。公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占比 80.02%，少数股东权益占 19.98%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 33.37%、资本公积占 0.40%、盈余公积占 9.96%和未分配利润占 55.82%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 85.47 亿元（含少数股东权益 21.09 亿元），较 2016 年底增长 8.69%，主要系少数股东权益的增长；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 32.62%、盈余公积占 9.74%和未分配利润占56.82%，构成较2016年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳步增长；所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

负债

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均复合增长16.13%，截至2016年底，公司负债总额246.54亿元，同比增长28.07%，主要来自预收款项、长期借款及应付债券的增长。负债构成上，流动负债和非流动负债分别占53.05%和46.95%。

2014~2016年，公司流动负债有所增长，年均复合增长8.68%，截至2016年底，公司流动负债为130.79亿元，同比增长10.41%；公司流动负债以应付账款（占12.25%）、预收款项（占61.94%）、其他应付款（占8.01%）和一

年内到期的非流动负债（占8.82%）为主。

2014~2016 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 17.83%，主要系应付工程款的增长。截至 2016 年底，公司应付账款为 16.02 亿元，同比增长 29.56%，主要系随着公司房地产开项目的增加，应付工程款增加所致。其中应付工程款 15.81 亿元（占 98.69%）。

2014~2016年，公司预收款项波动增长，年均复合增长11.48%，截至2016年底，公司预收款项81.01亿元，同比增长43.30%，主要系预收售房款的增长，其中预收售房款占98.33%。

公司其他应付款主要为往来款。2014~2016年，公司其他应付款波动增长，截至2016年底，公司其他应付款10.47亿元，同比下降22.74%，主要系往来款减少所致，其中押金及保证金（占14.42%）、往来款（占70.68%）。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 11.53 亿元，主要由一年内到期的长期借款（占 98.27%）和长期应付款（占 1.73%）构成；其中一年以内到期的长期应付款 0.20 亿元系厦门市湖里区财政局委托公司的子公司厦门金原融资担保有限公司运作管理的担保金。

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长26.72%，系应付债券的增长。截至2016年底，公司非流动负债合计115.75亿元，同比增长56.31%，系长期借款和应付债券的增长；公司非流动负债以长期借款（占56.07%）和应付债券（占43.00%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 4.22%，截至 2016 年底，公司长期借款合计 64.90 亿元，同比增长 21.23%，主要由抵、质押借款（占 71.35%）和保证借款（占 27.40%）构成。

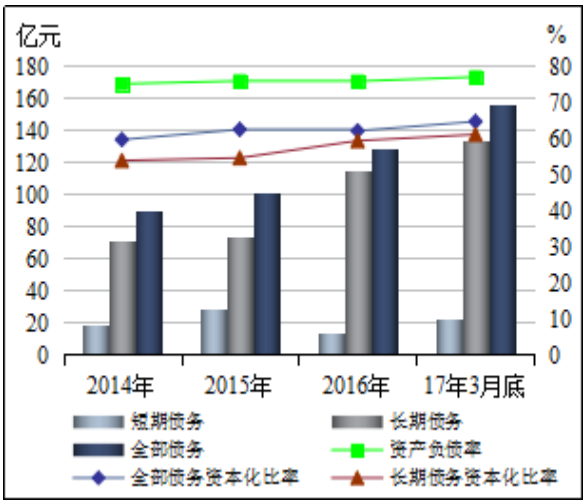
2016 年，公司非公开发行联发集团有限公司 2016 年度公司债券（第一期）、联发集团有限公司 2016 年公司债券（第二期）、联发集团有限公司 2016 年公司债券（第三期），以上债券合计余额 29.86 亿元，致使 2016 年公司应付债券余额 49.77 亿元，较 2015 年底增加 29.91 亿元。

截至2017年3月底，公司负债合计285.94亿元，较 2016 年底增长 15.98%，主要系短期借款、预收款项以及长期借款的增长；截至 2017 年 3 月底，公司短期借款 12.53 亿元，较 2016 年底增加 10.03 亿元；截至 2017 年 3 月底，公司预收款项 101.30 亿元，较 2016 年底增长 25.05%，系预收售房款的增长；截至 2017 年 3 月底，公司长期借款 84.25 亿元，较2016年底增加19.35亿元，主要系公司2016年取得项目投资需要、融资规模增加所致。截至 2017 年 3 月底，公司流动负债和非流动负债分别占 52.88%和 47.12%，构成较 2016 年底变动不大。

从有息债务看，2014~2016年，公司全部债务快速增长，年均复合增长19.87%，截至2016年底，公司全部债务128.69亿元，同比增长26.57%；其中短期债务占10.90%，长期债务占89.10%。2014~2016年，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值分别为75.69%、61.69%和56.79%，截至2016年底，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75.82%、62.07%和59.32%，公司债务指标变动不大。

截至2017年3月底，公司全部债务156.24亿元，较2016年底增长21.41%，系长期借款增长所致；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76.99%、64.64%和61.06%，公司整体债务负担较2016年底有所加重。

图 3 公司债务结构及负债



资料来源：公司财务报表

总体看，公司债务结构以长期债务为主，符合公司项目建设周期长的特点。公司债务规模快速增长，整体债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入快速增长，年均复合增长26.24%，主要系房地产业务收入的快速增长。2016年，公司实现营业收入111.73亿元，较2015年底增长22.86%，其中房地产销售收入96.30亿元（占营业收入的86.19%），同比增长20.84%。同期，公司营业成本随着房地产开发业务规模的增长有所上升，2014~2016年，年均复合增长28.72%，2016年发生营业成本88.42亿元，同比增长27.69%，高于当期营业收入增幅，致使公司营业利润率由2015年的15.52%下降至2016年的14.54%。

期间费用方面，公司期间费用以销售费用为主，占比均在75%以上，随着房地产业务规模不断扩大，公司期间费用逐年增长。2014~2016年，公司期间费用分别为3.52亿元、4.30亿元和5.64亿元，2016年公司期间费用同比增长31.25%，占营业收入的5.05%。总体看，公司期间费用控制能力较强。

近三年，公司资产减值损失规模较小，2016年，公司资产减值损失0.78亿元，主要包括存货跌价损失0.42亿元和坏账损失0.36亿元。

非经营性损益方面，2014~2016年，公司分别实现投资收益4.20亿元、2.46亿元和3.46亿元，2016年投资收益主要为处置长期股权投资产生的收益2.20亿元、理财产品的投资收益0.38亿元；2014~2016年，公司营业外收入分别为0.51亿元、0.07亿元和0.14亿元，营业外收入主要为政府补助。

2014~2016年，公司营业利润和利润总额均有所增长，年均复合增长8.79%和7.18%，2016年公司营业利润和利润总额分别为13.41亿元和13.50亿元，同比分别增长13.70%和16.19%，2016年公司非经营性损益合计占利润总额的26.67%，对公司利润总额有一定影响。

从盈利指标看，2014~2016年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下降，三年均值分别为14.99%、5.66%和13.51%，2016年上述指标分别为14.54%、5.39%和12.79%，均较2015年有所下降。

2017年1～3月，公司实现营业收入14.99亿元，同比增长37.78%；公司实现利润总额1.81亿元，同比下降1.66%。营业利润率为17.72%，较2016年增加3.18个百分点。

总体看，房地产开发销售仍是公司收入和利润的主要来源，公司经营规模不断扩大，营业收入和利润规模持续增长，整体盈利能力保持较好水平。

5. 现金流分析及保障

从经营活动来看，2014~2016年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长30.93%，主要系商品房销售收入增长所致。2016年，公司销售商品、提供劳务收到的现金129.89亿元，同比增长54.92%。公司收到其他与经营活动有关现金主要由往来款、押金及保证金等构成，2016年，公司收到其他与经营活动有关的现金20.95亿元，较2015年下

降1.82%。经营现金流出方面，近三年公司项目开发投资规模不断增加，购买商品、接受劳务支付的现金年均复合增长35.98%，2016年，公司购买商品、接受劳务支付的现金流出92.93亿元，同比增长52.43%，主要系2016年公司通过竞拍或并购等方式获得的土地较2015年增加较多，且土地价格上升导致土地出让金有一定程度的增长；公司支付其他与经营活动有关的现金快速增长，年均复合增长160.30%，2016年支付其他与经营活动有关的现金44.88亿元，同比增长91.44%，主要系支付往来款增长所致。由于公司收入确认原则是竣工交房，确认收入与房产销售回款存在时滞，导致收入实现指标存在波动，2014~2016年，公司现金收入比分别为122.58%、92.20%和116.26%，公司收现实现质量较好。2014~2016年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为12.73亿元、6.08亿元和-3.43亿元。

从投资活动来看，2014~2016年，公司投资活动现金流入量波动增长，2016年投资活动现金流入9.11亿元，较2015年增加5.02亿元，主要系收回投资收到的现金大幅增长所致。2014~2016年，公司投资活动现金流出量快速增长，2016年公司投资活动现金流出10.67亿元，较2015年增加3.28亿元，主要系取得子公司支付的现金增长所致。2014~2016年，公司投资活动现金流净额分别为3.75亿元、-3.29亿元和-1.55亿元。

从筹资活动情况来看，2014~2016年公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长16.44%，2016年为87.37亿元，主要为吸收投资、取得借款和发行债券收到的现金，分别为12.22亿元、45.30亿元和29.85亿元；2014~2016年，公司筹资活动现金流出量波动下降，2016年为61.49亿元，主要为偿还债务、分配股利、利润或偿付利息和支付其他与筹资活动有关的现金，分别为49.95亿元、9.07亿元和2.46亿元。2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-10.50亿元、0.05亿元和25.89亿元。

2017年1～3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-27.77亿元、-0.37亿元和41.56亿元。2017年1~3月公司经营活动现金流量呈净流出状态，且净流出规模较大，主要系公司支付土地款及项目建设支出。同期，公司现金收入比为226.67%，较2016年大幅提升110.41个百分点，收现质量提升较快。

总体来看，公司收入实现质量持续改善。同时，公司筹资规模较大，致使筹资活动现金流呈净流入状态，且净流入规模有所增长。未来，随着房产项目开发维持较大规模投入，公司仍有较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率和速动比率均有所增长，三年均值分别为203.09%和50.55%；2016年底，上述指标分别为217.25%和68.96%，分别较2015年底增加30.81个百分点和35.93个百分点；截至2017年3月底，上述指标分别为218.73%和55.65%，速动比率较2016年底有所下降。2014~2016年，公司经营现金流动负债比持续下降，三年均值为2.53%，2016年公司经营现金流动负债比为-2.62%。公司流动负债中预收款项占比较大，预收款项主要是房屋预售款，实际无需现金偿付。综合考虑，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年公司EBITDA分别为13.14亿元、12.97亿元和15.37亿元，2016年较2015年增加2.40亿元。2016年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为2.62倍和8.37倍，EBITDA利息倍数较2015年的1.93倍有所改善。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年3月底，公司对外担保金额3.17亿元，担保比率3.71%，被担保方主要为

厦门联宏泰投资有限公司（2.00亿元）、重庆融联盛房地产开发有限公司（0.90亿元）和厦门软件职业技术学院（0.27亿元）。目前，被担保方经营情况正常，公司或有负债风险低。

截至2017年3月底，公司在多家银行获得授信总额度为149.95亿元，已使用额度为99.26亿元，尚未使用额度为50.69亿元。公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

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2018年1月2日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清的信贷信息记录中，存在三笔欠息记录，为银行系统原因导致。总体看公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是厦门市大型房地产开发商，区域性品牌优势明显，从业经验丰富，近年维持较大投资开发力度，施工规模扩大，房产销售收入及资金回笼快速增加，盈利能力较强，充足的土地储备及较强的成本管理能力为公司保持稳定发展提供支持，整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 12 亿元，占公司 2017 年 3 月底全部债务的 7.68%，占长期债务的 8.95%，本期中期票据对公司现有债务有一定影响。

截至 2017 年 3 月底，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 76.99%、64.64%和 61.06%；在不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至 77.71%、66.31%和 63.08%，公司债务负担有所加重；考虑到公司于 2017 年 5 月已发行的“17 联发集 MTN001”，期限 3 年，额度 12 亿元；2017 年 12 月已发行的“17 联发集 MTN002”，期限 3+N 年，额度 10 亿元以及“17 联发集 MTN003”，期限 3+N 年，额度 5 亿元。以上三期中期票据发行额度合计 27 亿元，本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率将分别上升至 79.17%、69.55%和 66.94%，公司债务负担显著加重。考虑到公司本期中期票据将用于偿还公司及子公司的有息债务，公司实际债务负担或将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014～2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 88.33 亿元、105.46 亿元和 151.42 亿元，为本期中期票据本金的 7.36 倍、8.79 倍和 12.62 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 12.73 亿元、6.08 亿元和-3.43 亿元，对本期中期票据本金覆盖程度较低；公司 EBITDA 分别为 13.14 亿元、12.97 亿元和 15.37 亿元，分别为本期中期票据的 1.10 倍、1.08 倍和 1.28 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

考虑到公司于 2017 年 5 月已发行的“17 联发集 MTN001”，期限 3 年，额度 12 亿元；2017 年 12 月已发行的“17 联发集 MTN002”，期限 3+N 年，额度 10 亿元以及“17 联发集 MTN003”，期限 3+N 年，额度 5 亿元。以上三期中期票据发行额度合计 27 亿元，若“17 联发集 MTN002”及“17 联发集 MTN003”于第三年末选择赎回，则以上三期中期票据均将于 2020 年到期，公司面临一定的集中偿付压力。

十、本期中期票据增信担保

本期中期票据由公司股东建发股份提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

建发股份系经厦门市人民政府厦府[1998]

综034号文批准，由建发集团独家发起，于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司。

建发集团将集团本部与贸易业务相关的进出口业务部门以及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司（现更名为厦门建发国际货运代理有限公司）、厦门建发包装有限公司（现更名为厦门建发纸业有限公司）、厦门建发保税品有限公司（现更名为厦门建宇实业有限公司）和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入，经中国证券监督管理委员会证监发字[1998]123 号文和证监发字[1998]124 号文批准，于 1998 年 5 月以募集方式设立，同年 6 月 16 日在上交所挂牌上市，股票名称：建发股份，股票代码：600153。建发股份首次发行总股本为 18500 万股，经送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2017 年 3 月底，建发股份注册资本 28.35 亿元，总股本为 28.35 亿股，其中建发集团持股 45.89%；社会公众持股 54.11%。厦门国资委持有建发集团 100%股权，为建发股份最终控制人。

建发股份主营供应链运营和房地产业务，其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等。建发股份作为福建地区特大型上市公司，已形成“供应链+房地产”双主业格局，在经营规模、品牌信誉、营销网络、项目经验和土地储备等方面具有的显著优势；近年来随着供应链运营业务和房地产业务的经营规模持续扩张，公司资产、权益及收入规模保持增长，期间费用控制能力较好。

截至 2016 年底，建发股份合并资产总额 1264.25 亿元，所有者权益合计 326.29 亿元（其中少数股东权益 111.08 亿元）。2016 年建发股份实现营业收入 1455.91 亿元，利润总额 52.93 亿元。

截至 2017 年 3 月底，建发股份合并资产总额 1494.09 亿元，所有者权益合计 335.57 亿元（其中少数股东权益 116.50 亿元）。2017 年 1~3 月，建发股份实现营业收入 389.88 亿元，利润总额 6.54 亿元。

经联合资信评定，建发股份主体信用风险极低，建发股份主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

2014~2016年，建发股份EBITDA分别为52.15亿元、56.20亿元和73.05亿元，分别为本期中期票据本金的4.35倍、4.68倍和6.09倍；2014~2016年，建发股份经营活动产生的现金流入量分别为1310.17亿元、1397.12亿元和1748.51亿元，分别为本期中期票据本金的109.18倍、116.43倍和145.71倍；近三年，建发股份经营活动现金流量净额分别为-4.72亿元、57.77亿元和-48.40亿元，分别为本期中期票据本金的-0.39倍、4.81倍和-4.03倍。整体看，建发股份经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据覆盖程度很高。

考虑到建发股份对公司于2017年5月已发行的“17联发集MTN001”、“17联发集MTN002”及“17联发集MTN003”提供不可撤销连带责任担保，2014~2016年，建发股份EBITDA分别为以上中期票据及本期拟发行中期票据合计本金的1.34倍、1.44倍和1.87倍；2014~2016年，建发股份经营活动产生的现金流入量分别为以上中期票据及本期拟发行中期票据合计本金的33.59倍、35.82倍和44.83倍；近三年，建发股份经营活动现金流量净额分别为-4.72亿元、57.77亿元和-48.40亿元，波动较大。整体看，建发股份经营活动现金流入量对公司已发行中期票据及拟发行中期票据合计金额的覆盖程度高。

总体看，建发股份为本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提高了本期中期票据本息偿付的安全性。

十一、结论

房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行仍存在不确定性。公司是

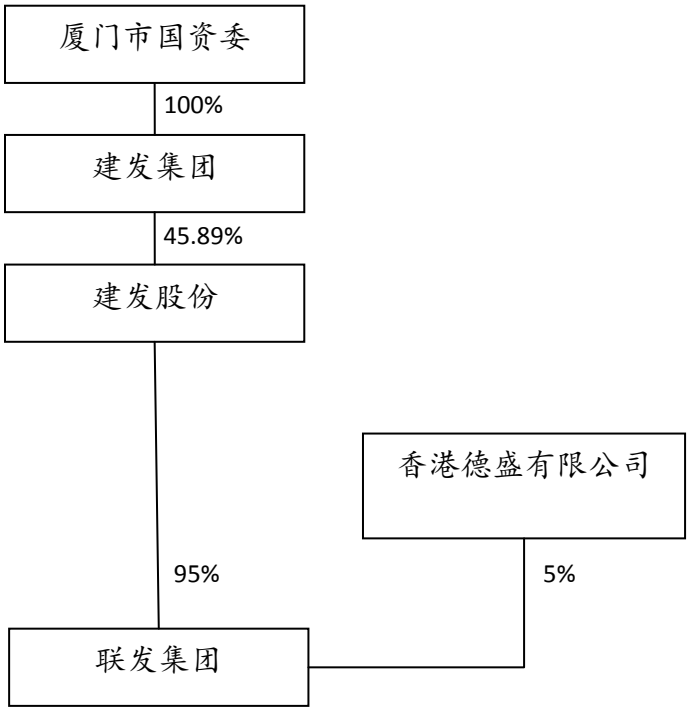
厦门市国有房地产企业，品牌优势明显；控股股东建发股份实力强，为公司业务开展提供了有力的支持。近年来公司房地产开发业务快速发展，房屋销售面积持续增长，在建项目规模较大，土地储备较为充裕，为公司房地产业务未来持续发展提供了有力支撑。

公司整体资产质量较好，所有者权益规模持续增长，但权益整体稳定性较弱，债务负担较重。公司近年营业收入持续增长，受房地产业务影响营业利润率有所下降，但整体盈利能力较强。

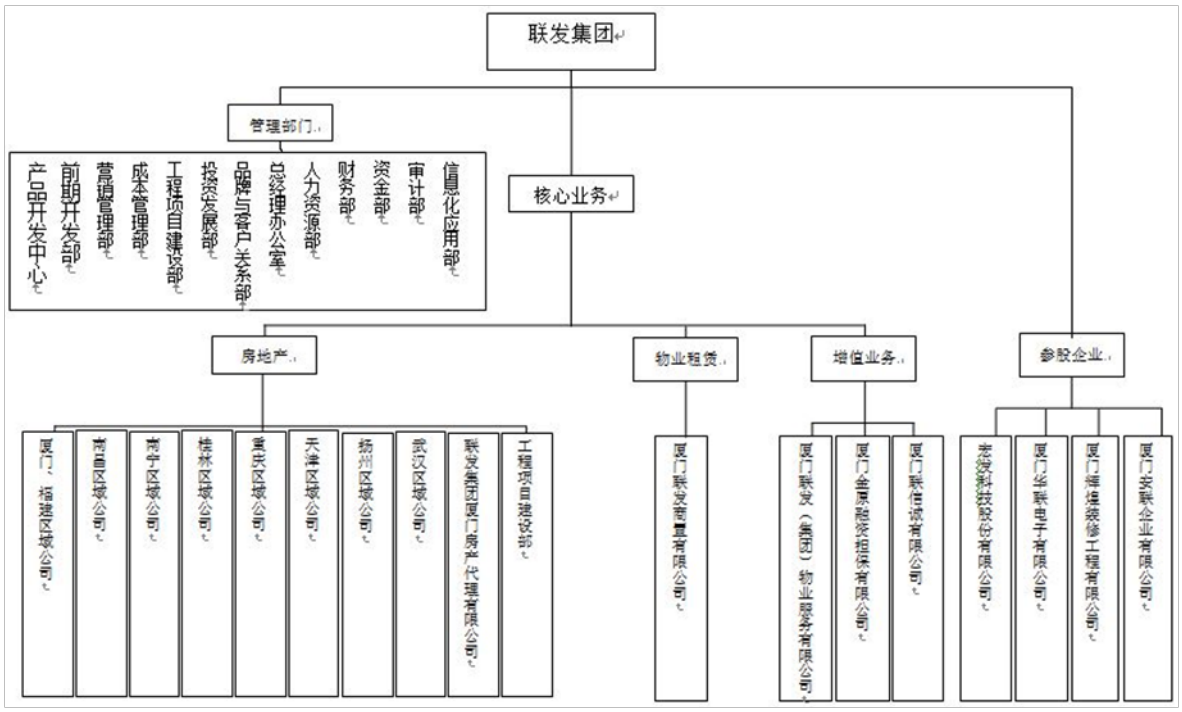
本期中期票据由建发股份提供不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据偿付的安全性。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.44	23.39	44.42	56.98
资产总额(亿元)	243.49	253.64	325.17	371.41
所有者权益(亿元)	60.67	61.13	78.64	85.47
短期债务(亿元)	18.83	28.28	14.03	22.20
长期债务(亿元)	70.74	73.40	114.66	134.04
全部债务(亿元)	89.57	101.68	128.69	156.24
营业收入(亿元)	70.11	90.94	111.73	14.99
利润总额(亿元)	11.76	11.62	13.50	1.81
EBITDA(亿元)	13.14	12.97	15.37	--
经营性净现金流(亿元)	12.73	6.08	-3.43	-27.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.86	26.77	30.42	--
存货周转次数(次)	0.31	0.38	0.47	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.37	0.39	--
现金收入比(%)	122.58	92.20	116.26	226.67
营业利润率(%)	15.29	15.52	14.54	17.72
总资本收益率(%)	6.18	5.75	5.39	--
净资产收益率(%)	14.35	14.14	12.79	--
长期债务资本化比率(%)	53.83	54.56	59.32	61.06
全部债务资本化比率(%)	59.62	62.45	62.07	64.64
资产负债率(%)	75.08	75.90	75.82	76.99
流动比率(%)	192.67	186.44	217.25	218.73
速动比率(%)	30.81	33.03	68.96	55.65
经营现金流动负债比(%)	11.50	5.14	-2.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.62	1.93	2.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.82	7.84	8.37	--

注：2017 年一季度财务报表未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于
联发集团有限公司
2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

联发集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

联发集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对联发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，联发集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注联发集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现联发集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对联发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如联发集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对联发集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与联发集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。