

信用等级公告

联合[2018] 1709 号

联合资信评估有限公司通过对联发集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持联发集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”、“18 联发 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十六日



联发集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 联发集 MTN001	12 亿元	2020/05/08	AAA	AAA
17 联发集 MTN002	10 亿元	2020/12/04	AAA	AAA
17 联发集 MTN003	5 亿元	2020/12/05	AAA	AAA
18 联发集 MTN001	12 亿元	2021/04/16	AAA	AAA

注: “17 联发集 MTN002” 和 “17 联发集 MTN003” 赎回前长期存续

评级时间: 2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.39	44.42	69.78	83.57
资产总额(亿元)	253.64	325.17	496.75	543.50
所有者权益(亿元)	61.13	78.64	119.51	121.88
短期债务(亿元)	28.28	14.03	57.82	53.88
长期债务(亿元)	73.40	114.66	110.41	130.06
全部债务(亿元)	101.68	128.69	168.23	183.94
营业收入(亿元)	90.94	111.73	128.75	16.53
利润总额(亿元)	11.62	13.50	16.92	3.29
EBITDA(亿元)	12.97	15.37	19.42	--
经营性净现金流(亿元)	6.08	-3.43	-34.91	-12.83
营业利润率(%)	15.52	14.54	16.38	27.69
净资产收益率(%)	14.14	12.79	10.37	--
资产负债率(%)	75.90	75.82	75.94	77.58
全部债务资本化比率(%)	62.45	62.07	58.47	60.15
流动比率(%)	186.44	217.25	163.13	165.38
经营现金流流动负债比(%)	5.14	-2.62	-13.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.84	8.37	8.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.93	2.62	2.33	--

注: 2018 年一季度财务报表未经审计; 将其他流动负债中的有息部分计入短期债务及相关指标核算; 2017 年及 2018 年一季度, 所有者权益包含 15 亿元永续中票。

分析师

王爽 刘艳婷

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

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;跟踪期内,伴随着房地产业务规模快速扩张,公司资产规模扩大,存货规模大幅增长;公司营业收入稳步增长,拿地规模较大,土地储备为其未来房地产项目开发提供了有力保障。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。

“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”、“18 联发集 MTN001”由厦门建发股份有限公司(以下简称“建发股份”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定,建发股份主体长期信用等级为 AAA,建发股份担保实力很强,提升了“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”、“18 联发集 MTN001”的信用水平。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定,维持“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”、“18 联发集 MTN001”的信用等级为 AAA。

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. 跟踪期内,公司收入规模稳步增长,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。

3. 本次跟踪评级的存续债券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，提升了存续债券到期偿付的安全性。
4. 公司经营活动现金流入量对本次跟踪评级的存续债券待偿还本金保障程度较高。

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. 跟踪期内，公司在建项目较多，未来面临较大的筹资压力及去化压力。
3. 公司所有者权益中未分配利润占比大，权益结构稳定性较弱。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

联发集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于联发集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2018 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 2017 年底，公司合并资产总额

496.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益 35.53 亿元）119.51 亿元。2017 年，公司实现营业收入 128.75 亿元，利润总额 16.92 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 543.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益 35.49 亿元）121.88 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.53 亿元，利润总额 3.29 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。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

联合资信跟踪评级的存续债券包括“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”，债券余额合计 39.00 亿元。

截至 2018 年 4 月底，“17 联发集 MTN001”和“17 联发集 MTN003”募集资金已全部使用；“17 联发集 MTN002”募集资金已使用 5 亿元，尚余 5 亿元未使用；“18 联发 MTN001”募集资金尚未使用。公司已使用募集资金均按照约定用途使用。

截至目前，“17 联发集 MTN001”已按期付息，17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”尚未到付息日。

表 1 存续债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	发行日期	期限	募集资金用途	还本付息方式
17 联发集 MTN001	12	12	2017/5/4	3	用于项目建设	按年付息，到期一次还本
17 联发集 MTN002	10	10	2017/12/1	3 (3+N)	偿还借款和到期债券	赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

17 联发集 MTN003	5	5	2017/12/4	3 (3+N)	偿还借款和到 期债券	赎回前长期存续, 在第 3 个和其后 每个付息日, 公司有权按面值加应 付利息赎回本期中期票据
18 联发 MTN001	12	12	2018/4/12	3	偿还借款和到 期债券	按年付息, 到期一次还本

资料来源: 根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年, 世界主要经济体仍维持复苏态势, 为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境, 加上供给侧结构性改革成效逐步显现, 2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年, 中国国内生产总值(GDP) 82.8 万亿元, 同比实际增长 6.9%, 经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看, 西部地区经济增速引领全国, 山西、辽宁等地区有所好转; 产业结构持续改善; 固定资产投资增速有所放缓, 居民消费平稳较快增长, 进出口大幅改善; 全国居民消费价格指数(CPI) 有所回落, 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) 涨幅较大; 制造业采购经理人指数(制造业 PMI) 和非制造业商务活动指数(非制造业 PMI) 均小幅上升; 就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年, 全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元, 支出同比增幅(7.7%) 和收入同比增幅(7.4%) 均较 2016 年有所上升, 财政赤字(3.1 万亿元) 较 2016 年继续扩大, 财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜; 进行税制改革和定向降税, 减轻相关企业负担; 进一步规范地方政府融资行为, 防控地方政府性债务风险; 通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资, 推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年, 央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”, 市场资金面呈紧平衡状态; 利率水平稳中有升; M1、M2 增速均有所放缓; 社

会融资规模增幅下降, 其中人民币贷款仍是主要融资方式, 且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%) 也较上年有所提升; 人民币兑美元汇率有所上升, 外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长, 产业结构继续改善。2017 年, 中国农业生产形势较好; 在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下, 中国工业结构得到进一步优化, 工业生产保持较快增速, 工业企业利润快速增长; 服务业保持较快增长, 第三产业对 GDP 增长的贡献率(58.8%) 较 2016 年小幅上升, 仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年, 全国固定资产投资(不含农户) 63.2 万亿元, 同比增长 7.2%(实际增长 1.3%), 增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中, 民间投资(38.2 万亿元) 同比增长 6.0%, 较 2016 年增幅显著, 主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施, 通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力, 推动了民间投资的增长。具体来看, 由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控, 房地产开发投资增速(7.0%) 呈趋缓态势; 基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响, 基础设施建设投资增速(14.9%) 小幅下降; 制造业投资增速(4.8%) 小幅上升, 且进一步向高新

技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革

面临挑战。在此背景下，中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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。。

五、行业及区域经济环境

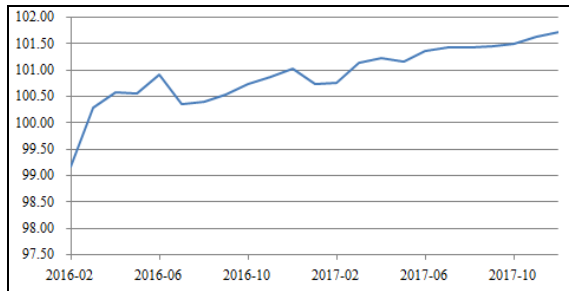
1. 行业分析

（1）房地产开发行业

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同

城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图1 2016年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处

于温和降温阶段。

（2）房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存

任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017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主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

（3）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份

额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、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。

（4）政策环境

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。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。

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，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确定要稳定房地产市场，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。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、

多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提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。

总体看，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。

2. 厦门市区域经济环境

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 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，厦门全年地区生产总值（GDP）4351.18 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 23.23 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 1815.92 亿元，增长 7.2%；第三产业增加值 2512.03 亿元，增长 7.9%。三次产业结构为 0.5：41.7：57.8。按常住人口计算的人均地区生产总值 109740 元，增长 5.5%，折合 16253 美元。

2017 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值 1437.16 亿元，增长 8.1%，占全市地区生产总值的 33.0%。截至 2017 年底，全市规模以上工业企业 1726 家，实现工业总产值 5914.97 亿元，其中产值超亿元的企业 678 家，实现产值 5432.25 亿元，占全市规模以上工业

总产值的 91.8%。规模以上工业中，重工业完成增加值 947.13 亿元，比上年增长 9.7%；轻工业完成增加值 490.03 亿元，增长 5.2%，重工业与轻工业之比为 1.93:1。

2017 年，厦门市基础设施投资 909.80 亿元，增长 14.8%，其中交通运输业投资 536.68 亿元，增长 7.3%。工业投资 397.72 亿元，增长 12.2%，其中制造业投资 428.62 亿元，增长 7.8%。社会事业投资 92.64 亿元，增长 10.6%。

2017 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）2381.46 亿元，增长 10.3%。分产业看，第一产业投资下降 13.1%，第二产业投资增长 9.6%，第三产业投资增长 10.4%，三次产业投资比例为 0.1:17.8:82.1。

总体看，建发地产所在厦门区域经济保持平稳较快发展，财政实力不断增强，有力地保障了土地一级开发及基础设施建设的发展，公司外部经济环境良好。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 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 2018 年 3 月底，公司累计开发总建筑面积约 1187 万平方米，土地储备权益规模超过 280 万平方米，持有物业面积近

114.62 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“2018 中国房地产百强企业”位列第 49 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 11 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理制度方面无重大变化。

跟踪期内，公司部分高级管理人员有变动。孙诚华先生不再担任副董事长职务，李明先生担任董事职务。

李明先生，1965 年生，博士，工程师。曾任厦门华联电子有限公司副总经理，联发集团总经理助理、副总经理，现任公司董事，兼任宏发科技股份有限公司董事。

跟踪期内，公司高管人员变动对公司正常管理经营并无重大影响。

八、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。

2015~2017 年，公司营业收入分别为 90.94 亿元、111.73 亿元和 128.75 亿元，年均复合增

长18.98%，主要系近年公司业务规模扩大，结转项目增加，房地产板块业务收入稳步增长所致。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，2015~2017年房地产开发业务的占比均超过85%。2017年，公司房地产开发业务收入为111.93亿元，同比增长16.23%，占当年营业收入的86.94%；近年来供应链运营业务收入快速增长，2017年实现收入11.48亿元，同比增长2.87%，占当年营业收入的8.91%。近三年物业及租赁管理业务收入快速增长，2017年为4.28亿元，占当年营业收入的3.32%。公司

其他业务主要为房地产上下游增值服务。

2015~2017年，公司毛利率波动下降，三年分别为23.86%、20.86%和21.51%，主要系房地产开发业务毛利率水平波动下降所致。2015~2017年，公司房地产开发业务毛利率波动下降，主要系结转项目差异所致；2017年房地产开发业务毛利率较2016年小幅增长0.53个百分点，为22.12%。2017年，公司供应链运营业务毛利率为1.69%，较2016年上升0.81个百分点；2017年，公司物业及租赁管理业务毛利率51.98%，较2016年有所下降。

表2 2015~2017年及2018年1~3月公司营业板块收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2015年			2016年			2017年			2018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	79.69	87.63	24.16	96.30	86.19	21.59	111.93	86.94	22.12	13.04	78.92	43.26
供应链运营	7.65	8.42	2.11	11.16	9.99	0.88	11.48	8.91	1.69	1.99	12.01	1.92
物业及租赁管理	3.22	3.54	60.56	3.68	3.29	55.13	4.28	3.32	51.98	1.25	7.56	43.60
其他	0.38	0.41	87.56	0.59	0.53	65.49	1.07	0.83	47.59	0.25	1.51	48.51
合计	90.94	100.00	23.86	111.73	100.00	20.86	128.75	100.00	21.51	16.53	100	38.40

资料来源：公司提供

注：尾差由于四舍五入产生。

2018年1~3月，公司实现营业收入16.53亿元，同比增长10.27%，毛利率为38.40%，盈利水平较2017年有所提升，其中房地产开发业务毛利率为43.26%，较2017年上升21.14个百分点，主要系当期结转厦门滨海写字楼及欣悦湾三期等高毛利项目所致；供应链运营业务毛利率为1.92%，较2017年提升0.23个百分点；物业租赁及管理业务毛利率为43.60%，较2017年下降8.38个百分点，主要系湖里街道部分厂房本年涉及改造，出租收入有所减少，带动毛利率下降所致。

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2018年3月底，公司共有控股子公司94家，其中项目公司66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, 2015~2017年, 公司在建面积和新开工面积持续增长, 2017年, 公司在建面积和新开工面积分别为 481.11 万平方米和 295.03 万平方米, 均较 2016 年大幅增长。2017 年, 公司房地产竣工面积为 99.88 万平方米, 较 2016 年下降 16.77%。2018 年 1~3 月, 公司在建和新开工面积分别为 614.29 万平方米和 141.31 万平方米。

表3 2015~2018年1季度公司房地产开发情况
(单位: 万平方米)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 1~3月
期末在建面积	339.07	285.96	481.11	614.29
房屋竣工面积	131.46	120.00	99.88	8.13
新开工面积	117.87	196.97	295.03	141.31

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。

2015~2017年, 公司房屋签约销售面积快速增长, 年均复合增长 59.28%, 主要系房地产行业景气度回暖以及公司布局的二线和三线城市房地产市场景气度较高所致。2017年, 公司房屋签约销售面积为 240.66 万平方米, 同比增长 81.30%; 实现签约销售金额 258.35 亿元, 同比增长 110.54%。2015~2017年, 公司房屋销售均价年均复合增长 12.20%, 分别为 0.85 万元/平方米、0.92 万元/平方米和 1.07 万元/平方米。2018 年 1~3 月, 公司房屋签约销售面积 72.13 万平方米, 为 2017 年全年的 29.97%, 销售均价与 2017 年持平。

2015~2017年, 公司结转销售面积和结转收入均呈现快速增长趋势。2017年, 公司结转面积 128.80 万平方米, 同比增长 25.98%; 结转收入 111.93 亿元, 同比增长 16.23%。截至 2018 年 3 月底, 公司账面预收款项余额 192.84 亿元, 未来公司结转收入规模较有保证。

表4 2015~2018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	2015年	2016年	2017年	2018年 1~3月
签约销售面积	94.86	132.74	240.66	72.13
结转销售面积	90.81	102.24	128.80	7.87
房屋销售平均价格	0.85	0.92	1.07	1.07
签约销售额	80.38	122.71	258.35	77.34
结转收入	79.69	96.30	111.93	13.04

资料来源: 公司提供

从销售区域来看, 2017 年公司房地产开发销售收入主要来源于莆田、南昌、南宁、重庆、天津、赣州和柳州等区域。各地区项目销售收入占比随具体项目进度变化较大, 天津、南昌、南宁历年销售收入占比较高。

表5 公司房地产区域销售收入情况(单位: 亿元)

区域	2016年	2017年	2018年1~3月
厦门	13.85	12.93	10.43
漳州	8.31	11.91	1.94
莆田	8.03	24.62	5.62
天津	22.82	33.05	5.35
泉州	--	4.50	6.13
南昌	16.78	31.53	7.94
赣州	1.58	22.27	3.80
扬州	6.10	17.59	0.72
南宁	12.71	28.67	9.48
桂林	19.29	12.16	12.18
柳州	2.50	21.89	5.64
重庆	7.00	22.66	5.53
武汉	3.74	5.26	0.74
鄂州	--	5.81	1.85
澳洲	--	3.50	--
总计	122.71	258.35	77.34

资料来源: 公司提供

在建及拟建项目

截至 2018 年 3 月底, 公司在建项目共 33 个, 规划建筑面积达 768.03 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 491.59 亿元, 截至 2018 年 3 月底已投资 316.04 亿元, 后续尚需投资

175.55 亿元。在建项目中 18 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供房产。截至 2018 年 3 月底，公司拟建项目 13 个，已投资 97.94 亿元，规划建筑面积 301.04 万平方米；其中，已确定投资计划

的项目 7 个，计划投资总额 146.06 亿元，已投资 77.94 亿元，尚需投资 68.12 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 2018 年 3 月底公司在建地产项目基本情况（单位：亿元、万平方米）

序号	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
1	红墅东方	住宅、商业、办公	鄂州	2016 年~2025 年	40.00	12.63	122	5%
2	静湖 1 号	住宅、商业	天津	2018 年~2020 年	31.60	21.56	18.49	5%
3	时代天境	住宅、商业	南昌	2018 年~2019 年	7.62	5.94	8.37	10%
4	南宁君悦	住宅、商业	南宁	2018 年~2019 年	3.50	1.62	5.15	10%
5	时代天阶	住宅、商业	南昌	2017 年~2021 年	17.24	4.11	22.92	15%
6	君悦华庭	住宅、商业	赣州	2018 年~2019 年	2.00	0.99	3.11	15%
7	海峡 1 号	住宅、商业	南安	2017 年~2020 年	14.61	4.19	29.79	20%
8	君悦湾	住宅、商业	南安	2017 年~2020 年	11.18	3.14	18.83	25%
9	滨江	住宅、商业	柳州	2017 年~2020 年	14.46	5.77	32.42	30%
10	龙洲湾 1 号	住宅、商业	重庆	2017 年~2021 年	30.00	13.10	53.3	30%
11	熙园	住宅、商业	天津	2017 年~2019 年	7.04	4.96	5.15	30%
12	藏珑玉墅	住宅、商业	杭州	2017 年~2019 年	13.00	8.69	7.06	30%
13	雍榕华府	住宅、商业	赣州	2017 年~2019 年	17.00	9.71	20.48	40%
14	青溪府	住宅、商业	南宁	2017 年~2019 年	21.00	11.38	28.73	45%
15	红郡	住宅、商业	天津	2016 年~2019 年	16.00	10.13	13.27	45%
16	君领缙溪	住宅、商业	莆田	2017 年~2019 年	12.85	9.64	14.61	55%
17	欣悦学府	住宅、商业	天津	2016 年~2019 年	16.53	16.29	21.49	55%
18	君悦	住宅、商业	柳州	2017 年~2018 年	8.00	3.15	24.28	60%
19	电商未来城	住宅、商业、办公	莆田	2015 年~2022 年	25.88	14.52	46.96	65%
20	公园前	住宅、商业	南昌	2016 年~2019 年	8.41	6.19	7.14	65%
21	君玺	住宅、商业	赣州	2016 年~2018 年	3.39	2.85	4.69	70%
22	君澜	住宅、商业、办公	南宁	2015 年~2019 年	28.15	21.74	40.4	70%
23	柳雍府	住宅、商业	柳州	2017 年~2018 年	2.20	1.69	5.42	70%
24	重庆欣悦	住宅、商业	重庆	2015 年~2018 年	13.83	10.76	24.41	70%
25	乾景欣悦	住宅、商业	桂林	2015 年~2018 年	10.53	9.12	24.36	75%
26	星领地	住宅、商业	扬州	2017 年~2018 年	9.60	8.00	19.77	75%
27	欣悦华庭	住宅、商业	漳州	2014 年~2018 年	12.31	9.26	21.95	85%
28	君悦华府	住宅、商业	扬州	2011 年~2019 年	38.00	35.87	39.85	85%
29	欣悦湾	住宅、商业	厦门	2013 年~2018 年	22.46	21.37	26.03	90%
30	公园里	住宅、商业	重庆	2017 年~2018 年	5.00	1.74	5.12	90%
31	江与城	住宅、商业	桂林	2015 年~2017 年	10.67	10.10	22.07	95%
32	悠山郡	住宅、商业	桂林	2014 年~2017 年	12.53	11.37	22.64	95%

33	荣君府	住宅、商业	柳州	2016年~2017年	5.00	4.46	7.77	95%
合计		--	--	--	491.59	316.04	768.03	--

资料来源：公司提供

表7 截至2018年3月底公司拟建地产项目基本情况（单位：亿元、万平方米）

序号	项目名称	用途	位置	建设期	总投资	已投资	规划建筑面积
1	君领天玺	住宅、商业	莆田	2018年~2021年	36.06	21.10	27.02
2	天璞	住宅、商业	九江	2018年~2020年	待定	5.16	19.8
3	浔阳府	住宅、商业	九江	2018年~2021年	待定	4.85	41.32
4	西棠春晓	住宅、商业	南宁	2018年~2020年	15.00	7.06	23.43
5	桂林悦溪府	住宅、商业	桂林	2018年~2020年	待定	2.29	26.11
6	柳州君悦兰亭	住宅、商业	柳州	2018年~2021年	待定	3.15	40.39
7	西城首府	住宅、商业	重庆	2018年~2021年	22.00	11.76	29.51
8	南山项目	住宅	重庆	2018年~2020年	6.50	4.34	12.05
9	梧桐湖地块	住宅、商业	鄂州	2018年~2021年	待定	3.54	27.99
10	镇江2018-2-4地块	住宅、商业	镇江	2018年~2020年	待定	1.01	16.35
11	翡翠方山	住宅、商业	南京	2018年~2020年	16.00	11.83	8.2
12	桃源地块	住宅、商业	杭州	2017年~2019年	14.50	10.04	7.23
13	良渚19号地	住宅、商业	杭州	2018年~2020年	36.00	11.81	21.64
合计		--	--	--	146.06	97.94	301.04

资料来源：公司提供

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。

2017年，公司共购入土地25块，较2016年增加6块，新增土地储备建筑面积226.99万平方米，较2016年增长8.08%。2018年1~3月，公司共购入土地4块，新增土地储备建

筑面积18.01万平方米。截至2018年3月底，公司土地储备权益建筑面积280.33万平方米。

公司的土地储备主要位于鄂州、重庆及柳州，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67.14%；2017年以来获取的部分地块楼面均价较高，在调控政策背景下后续开发销售节奏及价格可能面临一定的风险。

表8 截至2018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	项目所在地	取得方式	物业类型	权益比例	成交地价	权益计容建筑面积	土地取得时间	楼面价
莆田电商城五期	莆田	招拍挂	住宅、商业、办公	80%	0.45	2.48	2015年4月	1799.65
城厢区PS拍-2017-23和PS拍-2017-24号地块	莆田	招拍挂	住宅、商业	100%	10.12	10.48	2017年9月	9656.94
南安海峡一号二期	泉州	招拍挂	住宅、商业	51%	0.83	6.38	2016年10月	1292.50
长泰桃李春风	漳州	收购	住宅、商业	40%	0.06	1.47	2016年3月	417.30
南昌时代天阶	南昌	收购	住宅、商业、	80%	2.13	11.17	2016年5月	1902.58

			办公					
柳州滨江壹号三期	柳州	招拍挂	住宅、商业	100%	0.76	4.92	2016年8月	1540.95
阳和工业新区P(2017)56号地块	柳州	招拍挂	住宅、商业	100%	6.30	28.12	2016年12月	2239.01
龙洲湾一号	重庆	招拍挂	住宅、商业	100%	3.43	12.96	2016年11月	2648.02
南山项目	重庆	收购	住宅、商业	80%	4.32	7.12	2008年1月	6064.25
西城首府	重庆	招拍挂	住宅、商业	100%	4.95	9.73	2017年8月	5089.22
红莲湖项目	鄂州	招拍挂	住宅、商业、服务业	100%	6.29	100.67	2013年1月	624.72
梧桐湖P(2017)009号地块	鄂州	招拍挂	住宅、商业	100%	6.40	24.67	2017年12月	2593.97
余杭区余政储出[2017]19号地块	杭州	招拍挂	住宅、商业	100%	23.40	11.39	2017年9月	20542.17
浔阳府	九江	招拍挂	住宅、商业	50%	4.75	14.70	2017年11月	3234.00
天璞	九江	招拍挂	住宅、商业	40%	1.98	5.56	2017年11月	3565.89
临桂区万平路201745号地块	桂林	招拍挂	住宅、商业	60%	0.68	6.29	2018年1月	1083.20
临桂区万平路201746号地块	桂林	招拍挂	住宅、商业	60%	1.82	16.76	2018年1月	1083.20
高新区浒关2017-WG-84号地块	苏州	招拍挂	住宅、商业	17%	1.90	1.43	2018年2月	13299.95
丹徒区2018-2-4号地块	镇江	招拍挂	住宅、商业	34%	1.84	4.00	2018年3月	4600.00
合计			--	--	82.40	280.33	--	--

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；跟踪期内，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，未来房地产销售规模将持续增加，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2018年3月底，公司持有性物业面积为114.62万平方米，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97.27万平方米位于厦门，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，未来存在一定的升值空间。目前公司物业平均出租率约87%，整体出租情况较好，租赁业务年收入在3亿元以上，为公司营业收入提供了稳定的补充。

表9 截至2018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	18.59	工业厂房	90	4899.62

杏林工业园	厦门	5.56	工业厂房	92	2556.20
黄金工业园	厦门	17.9	工业厂房	93	24060.66
软件学院	厦门	6.58	教育地产	100	13336.89
湖里写字楼	厦门	7.59	写字楼	93	6339.74
湖里颐豪酒店等	厦门	3.37	酒店	100	4154.82
华美文创园	厦门	4.07	文创园	90	10620.22
文创口岸	厦门	3.67	文创园	93	14006.03
软件学院	厦门	26.85	教育地产	待开发	10281.88
联发电子商城	厦门	3.09	商业	42	19757.41
联达商业广场	桂林	5.74	商业	96	20417.97
九都国际	武汉	1.9	写字楼	58	14434.37
联发广场	南昌	4.05	写字楼	88	35210.45
自持配套	各地	5.66	商业	56	65585.05
合计	--	114.62	--	--	245661.31

资料来源：公司提供

厦门地区：（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，公司对湖里物业逐步进行改造升级，筹划开发和运营符合区域经济特点和产业发展需求的高端产业园区。（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：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：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，物业类型多样，出租率较高，盈利稳定，可为公司提供稳定的现金流。公司持有物业均按历史成本入账，账面余额较低，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（以下简称“联信诚”）开展，业务内容包括仪器、石材、化工、矿产品和农副产品等进口、内贸业务，钢材、电梯等建材代理业务，服装辅料、休闲鞋和塑料制品等出口业务。供应链运营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。2017 年，公司供应链运营业务实现收入 11.48 亿元，同比增长 2.87%，毛利率为 1.69%。

总体看，公司供应链运营主要为房地产主

业开展配套服务，跟踪期内供应链运营业务收入小幅上升，但毛利率水平较低。

5. 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。

九、财务分析

公司提供了2016年和2017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。2018年一季度财务报表未经审计。

重要会计政策变更方面，财政部于2017年发布了《关于印发修订〈企业会计准则第16号-政府补助〉的通知》（财会【2017】15号）和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会【2017】30号），公司根据相关要求进行了会计政策及会计估计变更。总体看，重要会计政策变更对公司财务数据影响较小。

表 10 2017 年度会计政策及会计估计变更情况

（单位：万元）

调整依据	受影响的报表项目	2017 年度影响金额
关于印发修订〈企业会计准则第 16 号-政府补助〉的通知	其他收益	1444.37
	营业外收入	-1444.37
财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知	资产处置收益	-24.99
	营业外收入	-4.44
	营业外支出	-29.44

资料来源：公司财务报告

从合并范围看，2017 年，公司通过非同一控制下企业合并的方式取得 5 家子公司，通过同一控制下企业合并的方式取得 3 家子公司，通过新设成立纳入合并范围的子公司共 17 家，合并范围变化对公司财务数据有一定影响。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 496.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益 35.53 亿元）119.51 亿元。2017 年，公司实现营业收入 128.75 亿元，利润总额 16.92 亿元。

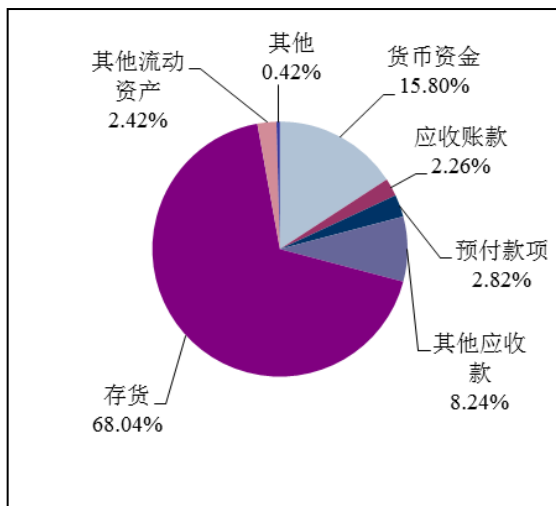
截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 543.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益 35.49 亿元）121.88 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.53 亿元，利润总额 3.29 亿元。

1. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 39.95%，截至 2017 年底，公司资产总额 496.75 亿元，同比增长 52.77%，主要系货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款、存货、投资性房地产及其他非流动资产增长所致。公司资产以流动资产（占 86.90%）为主，符合房地产开发企业特征。

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 39.81%，主要系货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款及存货的增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产合计 431.67 亿元，同比增长 51.92%，主要由存货（占 68.04%）、其他应收款（占 8.24%）和货币资金（占 15.80%）等构成。

图 2 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

注：其他包括应收票据、交易性金融资产等其他流动资产。

2015~2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 71.64%，主要系筹资活动净流入逐年增长。截至 2017 年底，公司货币资金 68.21 亿元，同比增长 56.13%，主要系公司对外融资规模增加所致；货币资金以银行存款为主（占 92.38%），其余为少量库存现金和其他货币资金。截至 2017 年底，公司使用权受到限制的货币资金 14.11 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。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 86.61%，截至 2017 年底，公司应收账款 9.75 亿元，同比增长 135.16%，主要系出售滨海写字楼形成应收账款 6.48 亿所致；其中账龄 1 年以内的应收账款占 91.92%，账龄 1 至 2 年（含）的占比 6.08%，其余为账龄 2 年以上的应收账款，公司应收款账龄较短。截至 2017 年底，应收账款共计提坏账准备 0.67 亿元，综合计提比例为 6.42%。

2015~2017 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 118.68%，截至 2017 年底，公司预付款项 12.17 亿元，较 2016 年增加 6.27 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 99.81%。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 136.50%，截至 2017 年底，公司其他应收款 35.56 亿元，较 2016 年底增加 5.56 亿元，主要系参股公司的项目投入往来款增加；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。从其他应收款账龄来看，账龄在 1 年以内的占 75.54%、1~2 年的占 8.30%，2~3 年的占 9.77%，3~4 年的占 6.08%，4 年以上的占 0.31%；截至 2017 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 1.48 亿元，综合计提比例 3.99%。

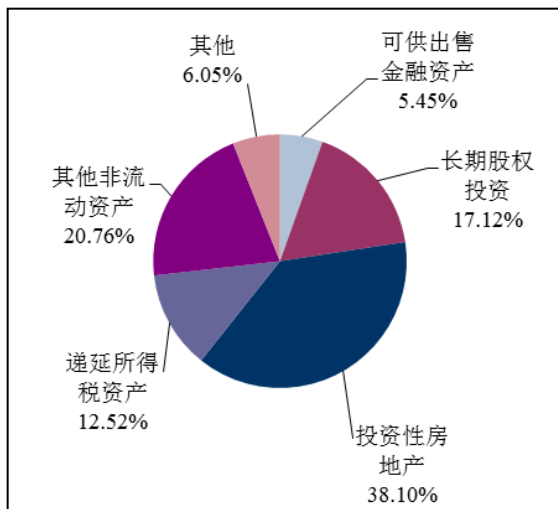
2015~2017 年，公司存货规模快速增长，年均复合增长 27.13%，截至 2017 年底，公司存货账面价值 293.70 亿元，同比增长 51.43%，主要系随着公司房地产项目开发规模的扩大，投资规模增加所致。从存货构成上看，主要包括开发成本（占 90.23%）和开发产品（占 9.49%）。截至 2017 年底，公司共计提存货跌价准备 0.85 亿元，其中对开发成本计提跌价准备 0.56 亿元、对开发产品计提跌价准备 0.28 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 60.97%，截至 2017 年底，公司其他流动资产 10.45 亿元，同比增长 83.01%，主要系待抵扣进项税、预缴增值税以

及预缴土地增值税增加所致。

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长40.87%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增长所致。截至2017年底，公司非流动资产合计65.08亿元，同比增长58.64%；公司非流动资产主要由投资性房地产（占38.10%）、长期股权投资（占17.12%）、递延所得税资产（占12.52%）和其他非流动资产（占20.76%）等构成。

图3 2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

注：其他包括固定资产、商誉等其他非流动资产。

2015~2017年，公司可供出售金融资产波动中有所增长，年均复合增长12.19%。截至2016年底，公司可供出售金融资产4.00亿元，同比增长41.78%，主要系按成本计量的可供出售权益工具增加所致。截至2017年底，公司可供出售金融资产3.55亿元，同比下降11.22%，主要系可供出售债务工具减少所致。

2015~2017年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长32.31%，截至2017年底为11.14亿元，同比增长11.07%，主要系公司追加对厦门禹联泰房地产开发有限公司的投资，以及宏发科技股份有限公司股权公允价值增加所致。长期股权投资被投资单位包括宏发科技股份有限公司（6.31亿元）、重庆融联盛房地产开发有限公司（1.85亿元）、厦门华联电子有限公司（1.33亿元）等。

2015~2017年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长17.30%，截至2017年底，公司投资性房地产24.80亿元，同比增长29.02%，主要系在建项目达到预定可使用状态转入以及当期公司将投资性房地产在建工程调整至投资性房地产科目所致；公司投资性房地产主要包括房屋、建筑物18.16亿元（占88.73%）和在建工程2.05亿元（占8.27%）。公司紧邻厦门自贸区的物业，区位优势明显，未来存在一定的升值空间。

截至2017年底，公司其他非流动资产13.51亿元，较2016年增加13.24亿元，主要系公司购买13.00亿元理财产品所致。

截至2018年3月底，公司资产总额543.50亿元，较2017年底增长9.41%，主要系货币资金和存货的增长。其中流动资产占88.05%，非流动资产占11.95%，流动资产占比进一步上升。截至2018年3月底，公司货币资金82.01亿元，较2017年底增长20.23%，主要系取得借款收到的现金增长所致；同期，公司存货330.72亿元，较2017年底增长12.61%，主要系开发成本的增加；同期，公司预付账款1.58亿元，较2017年底下降86.99%，主要系2017年预付款项的土地于2018年取得土地证并转至存货科目所致。

截至2018年3月底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计113.78亿元，占资产总额的20.93%，主要系为银行借款设定的担保资产及相关保证金。公司受限资产对资产的可变现能力有一定影响。

跟踪期内，伴随着房地产业务规模快速扩张，公司资产规模扩大，存货规模大幅增长。资产构成以流动资产为主，非流动资产中投资性房地产占比较大，以成本计量，具备一定升值空间。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，受限资产对资产的可变现能力有一定影响。总体看，公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长39.82%，截至2017年底，公司所有者权益119.51亿元，同比增长51.98%，主要系未分配利润、其他权益工具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70.27%，少数股东权益占29.73%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占25.00%、盈余公积占8.62%、权益工具占17.86%、未分配利润占47.87%，资本公积、一般风险准备和其他综合收益合计占0.65%。

2015~2017年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长214.08%。截至2016年底，公司少数股东权益合计15.70亿元，较2015年底大幅增长336.01%，主要系公司通过并购股权形式获取土地所致。截至2017年底，公司少数股东权益35.53亿元，较2016年底大幅增长126.25%，主要系合作项目增多所致。

2017年，公司分别发行额度10.00亿元的永续中期票据(17联发集MTN002)和额度5.00亿元的永续中期票据(17联发集MTN003)，期末，公司其他权益工具合计15.00亿元。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计121.88亿元(含少数股东权益35.49亿元)，较2017年底增长1.98%，主要系未分配利润的增长；归属于母公司所有者权益中，实收资本占24.31%、盈余公积占8.38%、未分配利润占49.32%、其他权益工具占17.36%，构成较2017年底变化不大。

跟踪期内，受益于永续中期票据的发行，公司所有者权益规模快速增长；所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。

负债

2015~2017年，公司负债总额快速增长，年均复合增长39.99%，截至2017年底，公司负债总额377.24亿元，同比增长53.02%，主要来自预收款项及一年内到期的非流动负债的增长。

负债构成上，流动负债和非流动负债分别占70.15%和29.85%。

2015~2017年，公司流动负债快速增长，年均复合增长49.46%，截至2017年底，公司流动负债为264.62亿元，同比增长102.33%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债的增长所致；公司流动负债以应付账款(占7.54%)、预收款项(占58.11%)、其他应付款(占6.92%)和一年内到期的非流动负债(占15.51%)为主。

2015~2017年，公司应付账款快速增长，年均复合增长27.03%，主要系应付工程款的增长。截至2017年底，公司应付账款为19.96亿元，同比增长24.54%，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19.54亿元(占97.90%)。

2015~2017年，公司预收款项快速增长，年均复合增长64.93%，截至2017年底，公司预收款项153.78亿元，同比增长89.83%，主要系预收售房款的增长，其中预收售房款占98.51%。

公司其他应付款主要为往来款。2015~2017年，公司其他应付款波动增长，截至2017年底，公司其他应付款18.32亿元，同比增长74.97%，主要系往来款增加所致，其中押金及保证金占12.77%、往来款占75.55%、代收代付款占7.27%。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长55.15%，截至2017年底为41.05亿元，主要由一年内到期的长期借款(占75.19%)、应付债券(占24.32%)和长期应付款(占0.49%)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，一年内到期的应付债券为额度10亿元的“15联发01”。

截至2017年底，公司其他流动负债10.93亿元，较2016年底增加10.31亿元，主要系2017年发行的额度5亿元的“17联发集SCP001”和额度5亿元的“17联发集SCP002”。

2015~2017年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长23.32%。截至2017年底，公司非流动负债合计112.62亿元，同比下降2.70%，系长期借款的下降；公司非流动负债以长期借款（占52.01%）和应付债券（占46.03%）为主。

2015~2017年，公司长期借款波动增长，年均复合增长4.60%，截至2017年底，公司长期借款合计58.57亿元，同比下降9.74%，主要系部分长期借款转入一年内到期的长期借款所致；长期借款中2019年到期21.45亿元，2020年到期23.37亿元，2021年及以后到期13.75亿元，分布较为均匀。

截至2017年底，公司应付债券51.84亿元，包括“15联发02”、“16联发01”、“16联发02”、“16联发03”和“17联发集MTN001”。

截至2018年3月底，公司负债合计421.63亿元，较2017年底增长11.77%，主要系预收款项和长期借款的增长；截至2018年3月底，公司预收款项192.84亿元，较2017年底增长25.40%，系预收售房款的增长；公司长期借款78.21亿元，较2017年底增长33.52%，主要系公司项目投资需要、融资规模增加所致。截至2018年3月底，公司流动负债和非流动负债分别占68.63%和31.37%，构成较2017年底变动不大。

本评级报告将其他流动负债中的有息部分调整至短期债务及相关指标核算。2015~2017年，公司调整后全部债务快速增长，年均复合增长28.63%，截至2017年底，公司调整后全部债务168.23亿元，同比增长30.72%；其中调整后短期债务占34.37%，长期债务占65.63%。2015~2017年，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率加权均值分别为75.89%、60.34%和52.72%，截至2017年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为75.94%、58.47%和48.02%，公司资产负债率同比小幅上升，调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比有所下降，主要系公司2017年发

行的15亿元永续中期票据计入所有者权益，公司权益规模同比增长所致。

截至2018年3月底，公司调整后全部债务183.94亿元，较2017年底增长9.33%，主要系长期借款增长所致；资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.58%、60.15%和51.62%。公司整体债务负担较2017年底有所加重。

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。跟踪期内，公司债务规模快速增长，整体债务负担有所加重。

3. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入稳步增长，年均复合增长18.98%，主要系房地产业务收入的稳步增长。2017年，公司实现营业收入128.75亿元，较2016年底增长15.23%，其中房地产销售收入111.93亿元（占营业收入的86.94%），同比增长16.23%。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，2015~2017年，年均复合增长20.81%，2017年发生营业成本101.06亿元，同比增长14.30%，低于当期营业收入增幅，致使公司营业利润率由2016年的14.54%上升至2017年的16.38%。

期间费用方面，近年来随着房地产业务规模不断扩大，公司期间费用逐年增长，其中销售费用占比逐年下降，但仍以销售费用为主，2017年底占比71.65%；财务费用占比逐年上升，2017年底占比20.95%。2015~2017年，公司期间费用分别为4.30亿元、5.64亿元和6.88亿元，2017年公司期间费用同比增长21.88%，占营业收入的5.34%。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，2017年，公司资产减值损失1.28亿元，主要包括存货跌价损失0.47亿元、坏账损失0.74亿元和投资性房地产减值损失0.08亿元。

非经营性损益方面，2015~2017年，公司投

资收益快速增长，年均复合增长23.70%，2017年为3.76亿元，同比增长8.58%，2017年投资收益主要包括处置长期股权投资产生的收益1.92亿元、理财产品的投资收益0.86亿元、权益法核算的长期股权投资收益0.88亿元；2015~2017年，公司营业外收入分别为0.07亿元、0.14亿元和0.20亿元，2015、2016年营业外收入主要为政府补助，2017年主要为赔偿金、违约金收入。

2015~2017年，公司营业利润和利润总额均快速增长，年均复合增长19.38%和20.65%，2017年分别为16.81亿元和16.92亿元，同比分别增长25.34%和25.28%。公司非经营性损益对公司利润总额有一定影响。

从盈利指标看，2015~2017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，三年加权均值分别为15.65%、5.20%和11.85%，2017年上述指标分别为16.38%、4.86%和10.37%，营业利润率较2016年有所上升，总资本收益率和净资产收益率较2016年有所下降。

2018年1~3月，公司实现营业收入16.53亿元，同比增长10.27%；公司实现利润总额3.29亿元，同比增长81.84%，营业利润率为27.69%，较2017年增加11.31个百分点。

跟踪期内，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，整体盈利能力较强。

4. 现金流分析及保障

从经营活动来看，2015~2017年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长45.53%，主要系商品房销售收入增长所致。2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金203.01亿元，同比增长56.30%。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，2017年，公司收到其他与经营活动有关的现金20.21亿元，较2017年下降3.56%。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77.41%，2017年，公司购买商品、接受劳务支付的现金流出191.90亿元，同比增长106.49%，主要系2017年公司通过竞拍或并购等方式获得的土地较2016年增加较多，且土地价格上升导致土地出让金有所增长；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39.15%，2017年支付其他与经营活动有关的现金45.39亿元，同比增长1.14%，主要系支付往来款增加所致。2015~2017年，公司现金收入比分别为92.20%、116.26%和157.68%，指标逐年提高，公司收入实现质量较好。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为6.08亿元、-3.43亿元和-34.91亿元。

从投资活动来看，2015~2017年，公司投资活动现金流入量快速增长，2017年投资活动现金流入15.05亿元，同比增长65.15%，主要系收到其他与投资活动有关的现金大幅增长（收回非关联方占用资金的本息8.18亿元）所致。2015~2017年，公司投资活动现金流出量快速增长，2017年公司投资活动现金流出28.64亿元，同比增长168.52%，主要系支付其他与投资活动有关的现金增长（购买理财产品11.55亿元）所致。2015~2017年，公司投资活动现金流净额分别为-3.29亿元、-1.55亿元和-13.59亿元。

从筹资活动情况来看，2015~2017年公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长50.22%，2017年为171.77亿元，主要为吸收投资、取得借款和发行债券收到的现金，分别为34.25亿元、115.55亿元和21.96亿元；2015~2017年，公司筹资活动现金流出量波动增长，2017年为110.45亿元，主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，分别为96.56亿元和12.37亿元。2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.05亿元、25.89亿元和61.31亿元。

2018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-12.83亿元、-0.06亿元和14.04亿元。2018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 327.26%，较 2017 年大幅提升 169.59 个百分点，收现质量提升较快。

跟踪期内，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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率波动下降，速动比率波动上升，三年加权均值分别为184.03%和53.36%；2017年底，上述指标分别为163.13%和52.14%，分别较2016年底下降54.13个百分点和16.82个百分点；截至2018年3月底，上述指标分别为165.38%和51.09%，速动比率较2017年底小幅下降。2015~2017年，公司经营现金流动负债比三年加权均值为-6.36%，2017年公司经营现金流动负债比为-13.19%。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，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年公司EBITDA分别为12.97亿元、15.37亿元和19.42亿元，2017年较2016年增加4.05亿元。2017年，公司EBITDA利息倍数和调整后的全部债务/EBITDA分别为2.33倍和8.66倍，EBITDA利息倍数较2016年的2.62倍小幅下降，调整后全部债务/EBITDA较2016年的8.37倍小幅上升。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司对外担保金额169.26亿元，其中对参股合作项目借款提供的担保为21.83亿元，目前，被担保方经营情况正常，但公司仍面临一定的或有负债风险；为购房人提供的按揭担保为147.43亿元，从以往历年的情况来看，公司没有发生由于上述担保连带责任而发生重大损失的情形，或有风险较小。

截至2018年3月底，公司在多家银行获得授信总额为182.26亿元，尚未使用额度为56.45亿元。考虑到公司在建及拟建项目未来投资规模，以及未来获取土地资金支出，公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 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G1035020600033910V），截至2018年5月8日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷信息中有3笔欠息，为银行系统问题所致，相关利息公司均已付清。

7. 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。

十、存续债券偿还能力分析

本次跟踪评级的债券包括“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”，上述债券待偿还本金合计 39.00 亿元。近三年，公司 EBITDA 分别为 12.97 亿元、15.37 亿元和 19.42 亿元，分别为待偿还债券本金的 0.33 倍、0.39 倍和 0.50 倍；近三年，公司经营活动现金流入量分别为 105.46 亿元、151.42 亿元和 223.36 亿元，分别为待偿还债券本金的 2.70 倍、3.88 倍和 5.73 倍；近三年，公司经营活动现金流净额分别为 6.08 亿元、-3.43 亿元和 -34.91 亿元，分别为待偿还债券本金的 0.16 倍、-0.09 倍和 -0.90 倍。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量对本次跟踪评级的债券本金保障能力较强。

公司存续债券集中兑付压力方面，公司待

偿还的债券包括“15 联发 01”、“15 联发 02”、“16 联发 01”、“16 联发 02”、“16 联发 03”、“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”、“18 联发 MTN001”，发行额度合计 89.00 亿元，截至目前，剩余需偿还额度 89.00 亿元。其中“17 联发集 MTN002”附公司赎回选择权，“17 联发集 MTN003”附公司赎回选择权，公司单独年度内需偿还债券最高金额为 37.00 亿元（包括“15 联发 02”10 亿元、“17 联发集 MTN001”12 亿元、“17 联发集 MTN002”10 亿元和“17 联发集 MTN003”5 亿元），集中兑付年度为 2020 年。2017 年，公司 EBITDA 为 19.42 亿元，为最高单年偿付额的 0.52 倍；同期公司经营活动现金流入量 223.36 亿元，为最高单年偿付额的 6.04 倍；经营活动现金流量净额为-34.91 亿元，不具备保障能力。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券最高单年偿付额的保障能力较强。

十一、担保人担保能力分析

“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”由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，由厦门建发集团有限公司（以下简称“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。同年6月16日建发股份在上交所挂牌上市，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2018年3月底，建发股份总股本为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，建发股份资产、权益及收入规模保持增长，期间费用控制能力较好。

截至 2017 年底，建发股份合并资产总额 1752.95 亿元，所有者权益合计 437.37 亿元（其中少数股东权益 201.14 亿元）。2017 年建发股份实现营业收入 2186.02 亿元，利润总额 66.17 亿元。

截至 2018 年 3 月底，建发股份合并资产总额 2062.85 亿元，所有者权益合计 446.23 亿元（其中少数股东权益 204.45 亿元）。2018 年 1~3 月，建发股份实现营业收入 486.32 亿元，利润总额 8.97 亿元。

经联合资信评定，建发股份主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”，待偿还债券本金合计 39.00 亿元，2017 年，建发股份 EBITDA 为 70.94 亿元，为待偿还债券本金的 1.82 倍；建发股份经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 2499.95 亿元和 -185.88 亿元，分别为待偿还债券本金的 64.10 倍和 -4.77 倍。建发股份经营活动现金流入量对待偿还债券本金的保障程度很强。

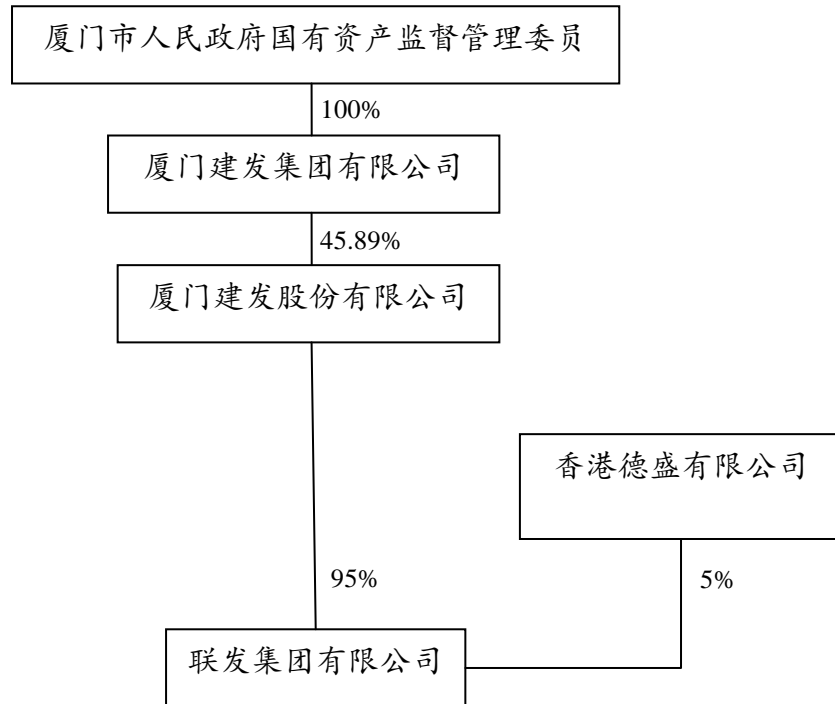
总体看，建发股份为“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提高了“17 联发集 MTN001”、“17 联发集 MTN002”、“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”本息偿付的安全性。

十二、结论

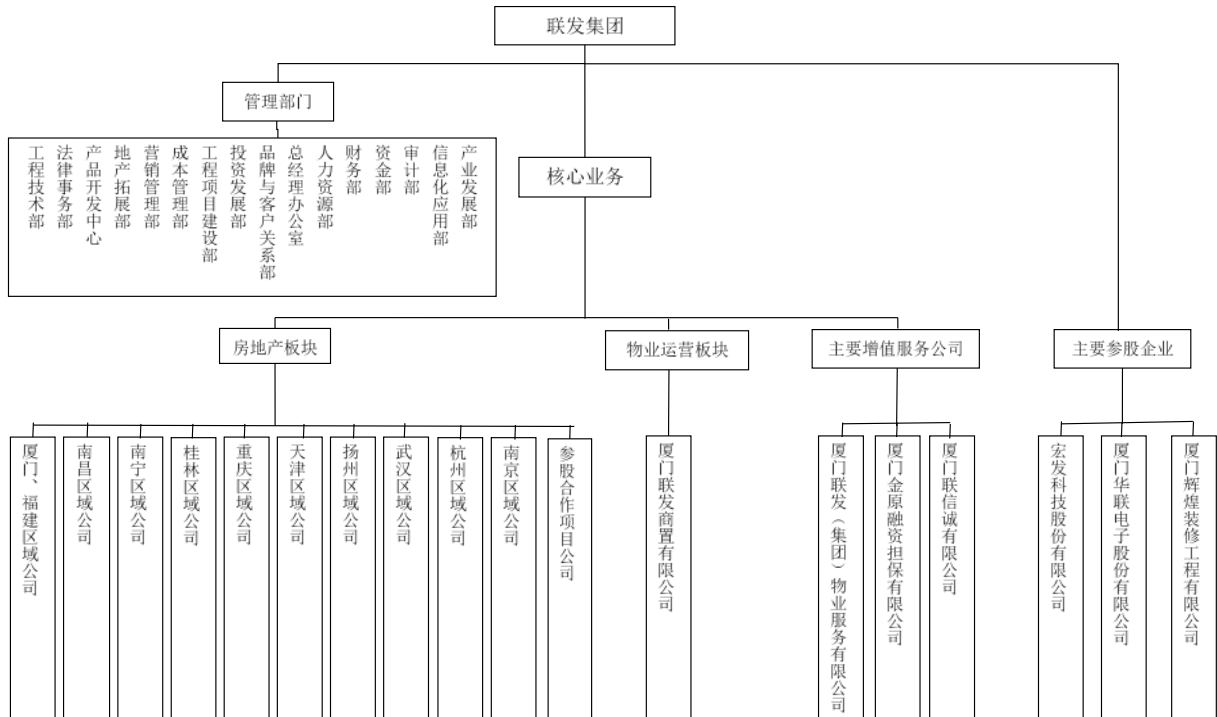
综合评估，联合资信确定维持公司主体长

期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“17联发集MTN001”、“17联发集MTN002”、“17联发集MTN003”、“18联发MTN001”的信用等级为AAA。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.39	44.42	69.78	83.57
资产总额(亿元)	253.64	325.17	496.75	543.50
所有者权益(亿元)	61.13	78.64	119.51	121.88
短期债务(亿元)	28.28	14.03	57.82	53.88
长期债务(亿元)	73.40	114.66	110.41	130.06
全部债务(亿元)	101.68	128.69	168.23	183.94
营业收入(亿元)	90.94	111.73	128.75	16.53
利润总额(亿元)	11.62	13.50	16.92	3.29
EBITDA(亿元)	12.97	15.37	19.42	--
经营性净现金流(亿元)	6.08	-3.43	-34.91	-12.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.77	30.42	18.07	--
存货周转次数(次)	0.38	0.47	0.41	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.39	0.31	--
现金收入比(%)	92.20	116.26	157.68	327.26
营业利润率(%)	15.52	14.54	16.38	27.69
总资本收益率(%)	5.75	5.39	4.86	--
净资产收益率(%)	14.14	12.79	10.37	--
长期债务资本化比率(%)	54.56	59.32	48.02	52.72
全部债务资本化比率(%)	62.45	62.07	58.47	60.15
资产负债率(%)	75.90	75.82	75.94	77.58
流动比率(%)	186.44	217.25	163.13	165.38
速动比率(%)	33.03	68.96	52.14	51.09
经营现金流动负债比(%)	5.14	-2.62	-13.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.93	2.62	2.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.84	8.37	8.66	--

注：2018 年一季度财务报表未经审计；将其他流动负债中的有息部分计入短期债务及相关指标核算；2017 年及 2018 年一季度，所有者权益包含 15 亿元永续中票。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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。