跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1514 号

联发集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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”
联发集团有限公司公开发行的“15 联发 02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

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

联发集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 联发 02	10 亿元	5 年	AAA	AAA	2018/06/25

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连带责任保证担保

跟踪评级时间： 2019 年 6 月 21 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/待偿本金合计(倍)	1.54	1.94	3.23	--

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

2018年，联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）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、品牌知名度等方面仍具备一定优势；公司在建面积规模大，2018年签约销售金额有所增长，自持物业所处区域位置较好，为公司未来盈利提供良好保障。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“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、三四线城市项目规模较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

2018年，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，公司有望持续保持良好的经营状况。

厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）为“15联发02”债项提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。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，资产规模较大，业务发展稳定，其担保对于保障公司债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“15联发02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2018 年，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，长短期偿债能力均较强。

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，2018 年整体运营状况良好，其担保对公司债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

关注

1. 2018 年，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

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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。

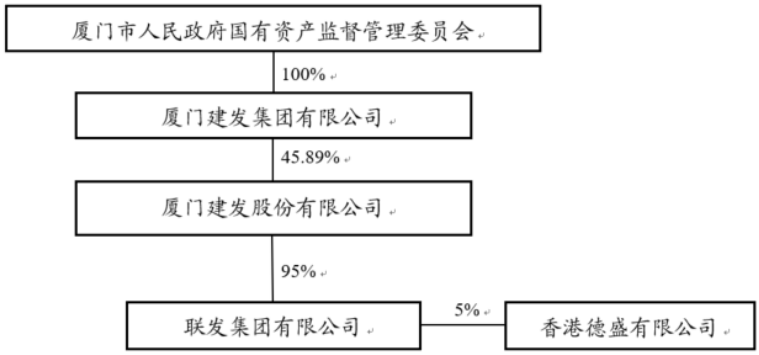
分析师：

联合信用评级有限公司

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

2018年，公司经营范围和组织结构未发生变化。截至2019年3月底，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、债券发行及募集资金使用情况

2015年8月27日，经中国证监会“证监许可〔2015〕2009号”核准，公司获准公开发行不超过20亿元的公司债券。公司采用分期发行的方式，其中第一期债券已于2015年9月15日发行，发行金额为10亿元，债券期限为3年，发行利率为3.89%，于2015年12月8日上市，债券简称为“15联发01”，债券代码为“122453.SH”，已于2018年9月17日完成本息兑付并摘牌；第二期债券于2015年9月24

日发行，发行金额为10亿元，债券期限为5年，发行利率为4.20%，于2015年12月8日上市，债券简称“15联发02”，债券代码为“122473.SH”，截至2019年3月底，“15联发02”债券所募集资金已按照募集说明书要求，用于偿还银行贷款及补充流动资金，其所募集资金已经全部使用完毕。

“15联发02”由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）提供不可撤销的连带责任保证担保。

公司已于2018年9月24日按期足额兑付“15联发02”2017年9月24日至2018年9月23日利息。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1．行业概况

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。

土地供应方面，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%；二线重点城市实施“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。

资金来源方面，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；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，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。

销售价格方面，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%。

竞争格局方面，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。

总体看，2018 年房地产开发投资增速维持高位，房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低；2018 年房地产整体融资环境较紧张，但年末以来显著改善；全年商品房销售增速有所放缓，分化加剧，一、二线城市销售增速有企稳回升迹象，三、四线城市呈下滑趋势；行业集中度进一步提升。

2．行业政策

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”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3．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、合作两种主要方式拿地，行业集中度将进一步提高。

4．行业发展

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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2018年，公司原董事孙诚华因退休原因提请辞去公司副董事长、董事职务。公司董事会同意孙诚华辞去公司副董事长、董事职务的请求，并同意股东单位的推荐，增补李明担任公司董事。其他高层管理人员未发生变化。

总体看，公司核心管理人员稳定，变化不大。

五、经营分析

1．经营概况

2018年，公司实现营业收入187.25亿元，同比增长45.44%，主要系房地产结转面积增长，房地产板块结转收入增加所致；公司净利润20.73亿元，同比增长67.31%。从收入构成来看，各业务板块占比较上年变化不大，依然以房地产开发为主。

表 1　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

从毛利率方面看，2018年，受结转项目差异影响，公司房地产开发业务毛利率有所上升，供应链业务毛利率变化不大。物业租赁和其他业务占比较小，对公司毛利率影响不大。

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，主要系房地产结转收入同比较少以及毛利率低的供应链业务占比提高所致。

总体看，2018年，受益于房地产板块结转收入增长，公司业务收入同比均有所增长；受结转项目差异影响，公司房地产开发业务毛利率有所上升，带动综合毛利率水平上升。

2．房地产业务

（1）土地储备

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，较上年的 226.99 万平方米变化不大。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2　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，2018 年，公司保持上年的拿地力度，目前公司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。

（2）项目开发情况

从项目开发看，2018 年公司加大开发进度，新开工面积、竣工面积和期末在建面积较上年均大幅增长。2019 年 1~3 月，由于竣工面积较少，在建面积进一步增加。

表 3　2016~2019 年 3 月公司房地产开发数据（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 1~3 月
新开工面积	196.97	295.03	563.13	79.60
竣工面积	120.00	99.88	207.00	9.93
期末在建面积	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 1）。

表 4　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 2018 年加大开工力度，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。

（3）房地产销售情况

2018 年公司协议销售面积为 317.29 万平方米，较上年增长 31.84%；协议销售金额 349.27 亿元，较上年增长 35.19%；公司房地产协议销售均价为 1.10 万元/平方米，较上年变化不大。从结转情况来看，2018 年结转面积和结转收入分别较上年增长 29.93%和 40.36%。

表 5　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 6　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
莆田君领绥溪	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，2018 年，公司房地产协议销售面积和协议销售金额有所增长，在售项目整体去化率较好。

3．自持物业

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 7　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整体出租率较高，可为公司提供稳定的现金流。

4．供应链运营业务

供应链运营业务方面，该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，拓宽融资渠道，为公司房地产业务发展提供有力的支撑，以保障公司的整体盈利水平。

2018年，公司供应链运营业务实现收入21.36亿元，同比增长86.06%；但公司供应链业务盈利能力较低，公司2018年供应链运营业务业务毛利率为1.60%，较上年略有下降。公司供应链运营业务对公司利润的直接贡献水平不高。

总体看，2018年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。

5．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）在建项目增加，资金压力加大。

2018年，公司新开工项目较多，在建面积快速增长，项目建设资金需求较大，未来若其中部分项目销售或回款情况不佳，公司融资和资金支出压力将加大。

6．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，跟踪期内未发生重大调整。

六、财务分析

1．财务概况

公司2018年财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司执行财务部颁布的最新版企业会计准则。2018年非同一控制下合并4家，新设子公司25家，处置子公司1家，不再纳入合并范围的子公司3家。由于新纳入合并范围公司大都为房地产项目公司，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

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，占比变动不大。

截至2018年底，公司流动资产603.45亿元，较年初增长39.79%，主要系存货的增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比13.59%）、其他应收款（占比6.99%）和存货（占比74.81%）构成。

截至2018年底，公司货币资金82.03亿元，较年初增长20.25%，主要系公司筹资活动现金流入所致；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%，主要为各种保证金，货币资金受限比例一般。

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18.58%，主要系与参股公司的项目往来款增加所致。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。

截至2018年底，公司存货账面价值451.45亿元，较年初增长53.71%，主要系在建项目不断投入所致；公司存货主要为尚未结转的开发成本（428.79亿元）和开发产品（21.28亿元）。存货计提跌价准备3.01亿元，计提项目主要为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。

截至2018年底，公司非流动资产65.65亿元，较年初增长0.87%。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。

截至2018年底，公司长期股权投资13.50亿元，较年初增加21.14%，其中对联合营公司追加投资1.48亿元，权益法下确认的投资损益1.18亿元。

截至2018年底，公司投资性房地产26.82亿元，较年初增长8.17%，主要系存货转入所致。公司投资性房地产以成本计量，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，具有一定升值空间。

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应纳税暂时性差异所致。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。

截至 2018 年底，公司受限资产的账面价值合计 149.43 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 8　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，公司资产规模有所扩大，以流动资产为主。流动资产中存货占比较大但存在跌价现象；非流动资产中投资性房地产占比较大，以成本计量，有一定升值空间；公司资产受限比例一般，公司资产质量尚可。

负债

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%。

截至2018年底，公司流动负债387.44亿元，较年初增长46.40%，主要系预收款项增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占比8.64%）、预收款项（占比56.88%）、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。

截至2018年底，公司应付账款33.48亿元，较年初增长67.51%，主要系应付工程款增加所致。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。截至2018年底，公司其他应付款62.03亿元，较年初大幅增长217.28%，主要系与其他公司往来款增加所致。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%，主要系偿还到期借款和15联发01公司债所致。

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%，主要系应付债券增加所致。非流动负债主要为长期借款（占比 37.96%）、应付债券（占比 52.56%）和其他非流动负债（占比 8.56%）。

截至 2018 年底，公司长期借款 48.26 亿元，较年初减少 17.61%。

截至 2018 年底，公司应付债券 66.82 亿元，较年初增长 28.90%。应付债券 2020 年到期 22.00 亿元，2021 年到期 45.00 亿元。

截至 2018 年底，公司其他非流动负债 10.88 亿元，同比大幅增长 988.40%，主要系公司收到信托计划借款以及不动产债权投资计划借款所致。

截至2018年底，公司全部债务173.64亿元，较年初增长3.07%。其中短期债务占比27.46%，长期债务占比72.54%，债务结构较为合理。截至2018年底，公司资产负债率为76.90%，较年初变化大不；全部债务资本化比率为52.91%，较年初下降5.59个百分点，主要系所有者权益上升较快所致；长期债务资本化比率为44.90%，较年初下降3.35个百分点。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，截至2018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 9　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。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 154.54 亿元，较年初增长 29.31%，主要系未分配利润增长所致。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%，其他综合收益占 0.11%，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 2018 年底，公司少数股东权益 54.65 亿元，较年初增加 53.81%，主要系合作项目增多所致。

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，随着未分配利润的增长，公司所有者权益有所增长，由于合作项目增多，少数股东权益增长较快；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。

3．*盈利能力*

2018年，公司营业收入187.25亿元，较上年增长45.44%，主要系结转面积增加所致；2018年，公司净利润为20.73亿元，较上年增长67.33%，其中归属于母公司所有者的净利润为16.79亿元，同比增长82.34%。

从期间费用来看，2018年公司费用总额8.16亿元，较上年增长18.60%，主要系财务费用增长所致。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%，

以销售费用为主。2018年，公司销售费用5.29亿元，较上年增长7.45%，变化不大；管理费用0.52亿元，较上年增长4.73%；财务费用2.26亿元，较上年增长57.17%，主要系可资本化利息减少所致。

2018年，公司确认投资收益1.55亿元，占营业利润的5.34%。营业外收入0.09亿元，占利润总额的0.31%。投资收益和营业外收入对利润的影响小。

2018年，公司营业利润率为20.92%，较上年上升4.54个百分点；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为7.50%、5.36%和15.13%，较上年分别上升1.99、0.85和2.62个百分点，主要系利润规模增长所致。

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，2018年，公司营业收入与净利润有所增长，投资收益对公司利润水平有一定影响；公司整体盈利能力尚可。

4．现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入 305.49 亿元，同比增长 36.77%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出 312.28 亿元，同比增长 20.91%，主要系在建项目不断投入所致；综上，2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为-6.79 亿元，较上年的-34.91 亿元净流出规模大幅缩小。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动产生的现金流入为 36.75 亿元，较上年增长 144.15%，主要系收回联营企业占用资金本息 24.15 亿元所致；投资活动现金流出 34.98 亿元，较上年增长 22.13%，主要系支付占用联营企业资金所致。综上，2018 年公司投资活动产生的现金流量净额为 1.77 亿元，较上年由负转正。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入为 143.49 亿元，较上年减少 16.46%，主要系吸收投资和取得借款同比减少所致；筹资活动现金流出 138.06 亿元，较上年减少 25.00%，主要系偿债规模减少所致。综上，2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.43 亿元，同比减少 91.15%。

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，2018年，随着公司拿地力度的下降，公司经营活动净流出规模大幅下降；因公司收回联营企业占用资金，投资活动现金流净额较上年由负转正；随着筹资前现金流的改善，筹资需求有所下降。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为1.56倍和0.39倍，均较上年有所下降，主要系预收款项和其他应付款大幅增加所致。截至2018年底，公司现金短期债务比为1.74倍，较上年的1.22倍有所上升，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍好。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司 EBITDA 为32.26亿元，较上年增加66.17%，主要系利润总额增加所致。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%，以利润总额为主。2018年，公司 EBITDA 利息保障倍数为2.92倍，EBITDA 对利息的保障程度较好；EBITDA 全部债务比为0.20倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般；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，2018 年，公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现一般，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。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产（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）达93.14亿元，约为“15联发02”债券待偿本金（10亿元）的9.31倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产达121.88亿元，约为“15联发02”债券待偿本金（10亿元）的12.19倍，公司现金类资产和净资产能够对“15联发02”债券的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司 EBITDA 为32.26亿元，约为“15联发02”债券待偿本金合计（10亿元）的3.23倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入305.49亿元，约为“15联发02”债券待偿本金合计（10亿元）的30.55倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产开发企业，在品牌、开发能力、资产和权益规模等方面具有优势，公司对“15联发02”债券的偿还能力很强。

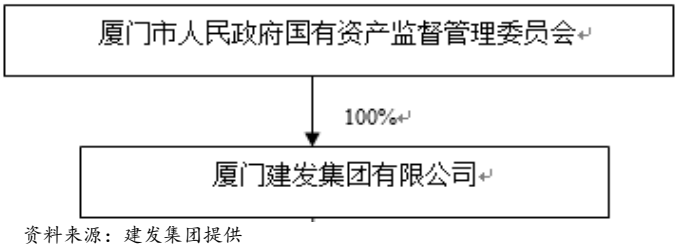
八、债券保护分析

“15 联发 02”由建发集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

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2　截至2018年底建发集团股权结构图



资料来源：建发集团提供

2018 年建发集团经营范围和组织结构未发生重大变化。截至 2018 年底，建发集团直接控股建发股份、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. 建发集团经营情况

建发集团经营业务主要包括供应链运营、房地产开发、旅游饮食服务等，其他业务收入包括物业管理收入和会展业务等收入。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地产集团有限公司（简称“建发房地产”）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，主要由建发旅游经营；其他业务主要包括会展业务、物业租赁等。

2018 年，建发集团营业收入 2,826.21 亿元，较 2017 年增长 28.32%，主要系供应链业务和房地产业务收入大幅增长；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 10　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	78.26	3.79	1,884.67	85.57	3.06	2,359.43	83.48	2.88
房地产开发	303.45	20.66	23.26	291.73	13.25	26.32	405.79	14.36	35.37
旅游饮食	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	1.01	0.07	94.51	9.62	0.44	60.54	39.65	1.41	41.19
合计	**1,468.45**	**100.00**	**8.43**	**2,202.53**	**100.00**	**6.80**	**2,826.21**	**100.00**	**8.47**

资料来源：建发集团提供

从毛利率来看，2018 年，建发集团综合毛利率为 8.47%，较上年上升 1.67 个百分点，主要系房地产开发毛利率上升所致。房地产开发毛利率上升，一是一级土地开发两个地块成功招拍挂，高毛利率的一级开发收入增长明显，二是结转的项目毛利率较上年提高所致。

总体看，受益于供应链业务规模扩大，建发集团营业收入大幅增长；综合毛利率受房地产开发毛利率上升的影响，小幅上升。

（1）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，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。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。各主要子公司及其业务范围详见下表：

表 11　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	主营经营业务
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

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 CARGILLINDUSTRIAL & 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。

（2）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。

2018 年，建发房地产新购置土地规划建筑面积为 257.71 万平方米，较上年减少 20.60%；新增土储楼面价均为 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。

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，若地块所处区域房地产市场波动，可能会影响该项目利润率。建发房地产已付清大部分土地出让款。

2018 年，建发房地产新开工面积大幅增加，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12　2016~2018年建发房地产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。

从销售情况看，2018年建发房地产签约销售面积和签约销售金额分别较上年增长78.06%和92.49%，主要系可售项目增多以及房地产市场销售情况良好所致。2018年销售均价较上年上升7.86%，主要系二线城市销售占比上升所致。

表13　近三年建发房地产房地产销售情况（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，影响了公司的销售进度。

总体看，建发房地产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。

3．建发集团财务分析

建发集团 2018 年度财务报告已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。2018 年，建发集团新纳入非同一控制下企业合并 14 家，处置子公司 3 家，新设子公司 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。

（1）资产质量

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%。

流动资产

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。

截至 2018 年底，建发集团货币资金 260.63 亿元，较年初增长 44.29%，主要系经营和投资活动现金流入所致。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。

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。

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。

非流动资产

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。

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。

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。

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。

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，有一定升值空间。

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。截至 2018 年底，建发集团固定资产账面原值 122.48 亿元，主要由房屋及建筑物（占 86.14%）构成；建发集团固定资产累计计提折旧 32.12 亿元，固定资产成新率较高，为 73.78%。

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，建发集团资产规模继续增长，资产构成仍以流动资产为主，货币资金较为充足，存货有一定跌价风险；资产受限程度一般，总体资产质量较好。

（2）负债和所有者权益

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%，构成较年初变化不大。

流动负债

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。

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。

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。

截至 2018 年底，预收款项 492.66 亿元，较年初增长 46.36%，主要系预收房款增加所致。

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。

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。

非流动负债

截至 2018 年底，建发集团非流动负债 563.76 亿元，同比减少 1.55%。非流动负债主要为长期借款（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%）。

截至 2018 年底，建发集团长期借款为 244.57 亿元，较年初减少 10.91%；应付债券合计 237.31 亿元，较年初减少 4.93%；长期应付款 36.41 亿元，较年初增长 186.73%，主要系建发房地产发行购房尾款资产支持专项计划支持证券所致；其他非流动负债 35.88 亿元，较年初增长 37.81%，主要系联发集团委托资产管理公司向投资人发行受益凭证募集资金所致。

截至 2018 年底，建发集团全部债务为 858.27 亿元，较年初增长 2.19%。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。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 69.18%、52.38%和 43.02%，较年初分别上升 0.08 个百分点、下降 4.00 个百分点、下降 4.81 个百分点。如将永续债 212.77 亿元计入长期债务，则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%。

总体看，建发集团负债总额和有息债务有所增长，债务结构仍以流动负债为主，债务较重但仍在可控范围。

所有者权益

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 427.35 亿元，占所有者权益的 54.77%。归母所有者权益中，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%。其他权益工具和少数股东权益在所有者权益中占比高，建发集团所有者权益稳定性较弱。

总体看，建发集团所有者权益有所增加，但稳定性较弱。

（3）盈利能力

2018 年，建发集团实现营业收入 2,826.21 亿元，同比增长 28.32%，主要系供应链业务规模扩大所致；实现营业利润 112.86 亿元，较上年增长 55.80%；实现净利润 81.15 亿元，较上年增长 83.63%，主要系毛利率较上年提升所致。

2018 年，建发集团发生期间费用 104.73 亿元，同比增长 23.00%，主要系销售费用增加所致。销售费用 65.80 亿元，同比增长 24.20%，主要系供应链业务扩大，港杂运费和销售人员薪酬支出增加所致；管理费用 14.37 亿元，同比增长 6.18%；财务费用 24.46 亿元，同比增长 31.39%，主要系有息债务规模扩大增加所致。2018 年，建发集团费用收入比为 3.71%，较上年下降 0.16 个百分点。

2018 年，建发集团实现投资收益 21.88 亿元，占当期营业利润比率为 19.39%，对营业利润影响较大；资产减值损失 9.43 亿元，占当期营业利润比率为 8.35%，对营业利润影响一般。

盈利指标方面，2018 年建发集团总资本收益率、总资产收益率和净资产收益率分别为 6.78%、5.86%和 11.35%，较上年分别上升 1.63 个百分点、1.33 个百分点和 3.39 个百分点。

总体看，建发集团收入规模有所增长，盈利能力有所提升，费用控制能力依然较强。

（4）现金流

2018 年，建发集团经营活动现金流入 3,259.88 亿元，同比增长 29.42%，主要系贸易业务规模扩大所致。经营活动现金流出 3,214.53 亿元，同比增长 18.61%，主要系贸易业务规模扩大及房地产在建项目持续投入所致。受以上综合影响，公司经营活动现金净流量为 45.35 亿元，较上年由负转正。

2018 年，建发集团投资活动现金流入 489.78 亿元，同比增加 28.87%，主要系收回投资同比增加所致；投资活动现金流出 442.43 亿元，同比减少 9.41%，主要系对外投资减少所致。2018 年投资活动现金流量净额为 47.35 亿元，较上年的-108.31 亿元由负转正。

2018 年，建发集团筹资活动现金流入 940.11 亿元，同比减少 22.20%，主要系吸收投资收到现金减少所致；筹资活动现金流出 974.49 亿元，同比增长 12.70%，主要系偿还永续债和非关联单位资金拆入款所致。筹资活动现金流净额-34.38 亿元，较上年由正转负。

总体看，2018年建发集团经营活动和投资活动现金流均由负转正，筹资活动现金流由正转负，现金流主要依赖经营活动和投资活动，债务负担得到控制。

（5）偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2018 年底，建发集团流动比率和速动比率分别为 1.71 倍和 0.57 倍，较上年的 1.81 倍和 0.83 倍均有所下降，主要系预收款项增幅较大所致。现金短期债务比为 1.00 倍，较上年有所提升，现金对短期债务的覆盖程度较好。建发集团短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2018 年建发集团 EBITDA 为 148.07 亿元，同比增长 58.85%，主要系利润总额增长所致。EBITDA 主要由利润总额（占 74.85%）和计入财务费用的利息支出（占 16.83%）构成。EBITDA 对利息保障倍数为 2.86 倍，较上年的 2.71 倍有所提升；对全部债务的保障倍数为 0.17 倍，较上年的 0.11 倍有所提升。建发集团长期偿债能力较强。

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。建发集团对联营房地产项目公司担保占净资产的 4.71%，占比不高。

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厦门市大型国有企业，经营规模和资产规模大，偿债能力极强。

4．担保效果评价

建发集团 2018 年 EBITDA 为 148.07 亿元，对“15 联发 02”待偿本金（10 亿元）的覆盖倍数为 14.81 倍，覆盖程度较高；经营活动现金流入为 3,259.88 亿元，对“15 联发 02”待偿本金（10 亿元）的覆盖倍数为 325.99 倍，覆盖程度高。

总体看，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“15 联发 02”信用状况具有显著的积极的影响。

九、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、品牌知名度等方面仍具备一定优势；公司在建面积规模大，2018年签约销售金额有所增长，自持物业所处区域位置较好，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。

2018年，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，公司有望持续保持良好的经营状况。

建发集团为“15联发02”债项提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。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，资产规模较大，业务发展稳定，其担保对于保障公司债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“15联发02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　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	40.50	32.12	8.13	20.00
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	82.00
3	君领绶溪	住宅、商业	莆田	2017 年-2019 年	14.61	12.85	10.79	2.00	80.00
4	君领天玺	住宅、商业	莆田	2018 年-2021 年	27.02	36.85	23.06	13.38	30.00
5	尚书第	住宅、商业	莆田	2018 年-2020 年	5.92	5.80	3.12	2.60	25.00
6	君悦湾	住宅、商业	南安	2017 年-2020 年	18.83	9.28	5.24	3.92	55.00
7	海峡 1 号	住宅、商业	南安	2017 年-2020 年	29.79	15.45	7.20	8.00	50.00
8	晋江云城	住宅、商业	晋江	2018 年-2021 年	34.48	19.40	9.27	9.83	20.00
9	公园前	住宅、商业	南昌	2016 年-2019 年	7.14	7.28	7.02	0.25	98.00
10	时代天阶	住宅、商业	南昌	2017 年-2021 年	22.92	17.71	5.45	11.89	35.00
11	时代天境	住宅、商业	南昌	2018 年-2019 年	8.37	8.82	7.33	1.45	50.00
12	雍榕华府	住宅、商业	赣州	2017 年-2019 年	20.48	16.30	12.41	3.78	60.00
13	君悦华庭	住宅、商业	赣州	2018 年-2019 年	3.11	2.18	1.43	0.72	45.00
14	君悦华府	住宅、商业	赣州	2018 年-2020 年	10.20	5.45	2.04	3.31	35.00
15	浔阳府	住宅、商业	九江	2018 年-2021 年	36.80	21.28	12.98	8.05	30.00
16	君澜	住宅、商业、办公	南宁	2015 年-2019 年	40.45	26.00	25.05	0.92	85.00
17	青溪府	住宅、商业	南宁	2017 年-2019 年	28.73	21.00	15.46	5.37	75.00
18	君悦	住宅、商业	南宁	2018 年-2020 年	5.15	3.50	2.39	1.08	50.00
19	西棠春晓	住宅、商业	南宁	2018 年-2020 年	23.43	150.00	10.03	4.82	50.00
20	悦溪府	住宅、商业	桂林	2018~2020 年	23.05	10.20	4.22	5.80	45.00
21	滨江一号	住宅、商业	柳州	2017 年-2020 年	32.42	15.50	8.62	6.67	60.00
22	君悦兰亭	住宅、商业	柳州	2017 年-2020 年	39.01	16.60	8.81	7.56	35.00
23	龙洲湾一号	住宅、商业	重庆	2017 年-2021 年	53.30	40.00	20.10	19.30	48.00
24	西城首府	住宅、商业	重庆	2018 年-2021 年	29.27	24.00	15.10	8.63	35.00
25	东悦府	住宅、商业	重庆	2018 年-2022 年	50.33	43.00	23.30	14.78	15.00
26	君领西城	住宅、商业	重庆	2018 年-2020 年	10.63	9.30	5.70	3.49	10.00
27	红墅东方	住宅、商业、办公	鄂州	2016 年-2025 年	122.00	84.00	19.17	26.95	20.00
28	欣悦学府	住宅、商业	天津	2016 年-2019 年	21.49	23.67	17.74	5.75	85.00
29	红郡	住宅、商业	天津	2016 年-2019 年	13.27	14.49	12.82	1.62	80.00
30	熙园	住宅、商业	天津	2017 年-2019 年	5.15	7.46	6.02	1.40	80.00
31	静湖 1 号	住宅、商业	天津	2018 年-2020 年	18.49	38.22	20.78	16.92	5.00
32	禹州悦府	住宅、商业	天津	2017 年-2020 年	10.23	7.80	5.52	2.21	40.00
33	君悦华府	住宅、商业	扬州	2011 年-2019 年	39.85	38.00	32.15	5.67	92.00
34	棠颂	住宅、商业	苏州	2018 年-2021 年	18.04	26.00	16.16	9.54	15.00
35	翡翠方山	住宅、商业	南京	2018 年-2020 年	8.30	16.75	13.06	3.58	45.00
36	藏珑玉墅	住宅、商业	杭州	2017 年-2020 年	7.06	13.00	10.90	2.04	65.00
37	云景天章	住宅、商业	杭州	2017 年-2020 年	7.23	15.45	11.12	4.20	40.00

38	藏珑大境	住宅、商业	杭州	2018 年-2020 年	21.64	35.52	26.05	9.19	25.00
39	悦澜山	住宅、商业	江门	2018 年-2020 年	17.96	22.03	14.31	7.49	20.00
40	君悦	住宅、商业	柳州	2016 年-2018 年	24.28	8.70	5.63	2.98	100.00
41	江与城	住宅、商业	桂林	2015 年-2017 年	26.16	9.78	9.30	0.47	100.00
42	乾景欣悦	住宅、商业	桂林	2015 年-2018 年	24.36	10.64	10.10	0.52	100.00
43	君领首府	住宅、商业	漳州	2019 年-2021 年	13.44	14.27	4.74	9.24	0.00
44	君领兰溪	住宅、商业	莆田	2018 年-2021 年	5.70	5.00	3.12	1.82	5.00
45	时代天骄	住宅、商业	南昌	2018 年-2021 年	8.89	9.69	5.31	4.24	10.00
46	君悦湖	住宅、商业	九江	2018 年-2021 年	20.97	10.50	2.97	7.30	10.00
47	君悦江山	住宅、商业	九江	2018 年-2021 年	21.40	21.28	9.65	11.29	10.00
48	臻境	住宅、商业	南宁	2018 年-2021 年	34.14	24.00	12.51	11.15	5.00
49	乾景御府	住宅、商业	桂林	2018~2021 年	21.06	11.68	4.64	7.04	5.00
50	南山	住宅、商业	重庆	2018 年-2020 年	12.05	16.00	4.60	11.06	5.00
51	阅山湖	住宅、商业、办公	鄂州	2018 年-2021 年	27.99	21.00	3.86	16.63	0.00
52	精武镇项目	住宅、商业	天津	2018 年-2021 年	19.23	34.25	18.25	15.52	5.00
53	悦山园	住宅、商业	镇江	2018 年-2020 年	15.99	14.12	5.87	8.00	20.00
合计	--	--	--	--	**1,225.18**	**1,022.43**	**601.95**	**365.93**	--

附件2 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	168.46	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
流动资产周转次数（次）	0.44	0.36	0.36	--
存货周转次数（次）	0.47	0.41	0.36	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.31	0.32	--
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/待偿本金合计（倍）	1.54	1.94	3.23	--

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3 厦门建发集团有限公司

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

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 4　有关计算指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+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+拆入资金

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 5　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。