跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1499 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“15 联发 02”“19 联发 01”和“19 联发 02”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”“19 联发 01”和“19 联发 02”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

联发集团有限公司
公司债券 2020 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	2019/6/21
19 联发 01	15 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/7/19
19 联发 02	15 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/7/19

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：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	496.75	669.10	835.72	906.64
所有者权益（亿元）	119.51	154.54	168.02	164.54
长期债务（亿元）	111.41	125.96	199.89	258.81
全部债务（亿元）	168.46	173.64	261.99	326.30
营业收入（亿元）	128.75	187.25	205.56	23.46
净利润（亿元）	12.39	20.73	16.25	1.12
EBITDA（亿元）	19.42	32.26	25.99	--
经营性净现金流（亿元）	-34.91	-6.79	-67.23	-29.95
营业利润率（%）	16.38	20.92	14.22	10.08
净资产收益率（%）	12.47	15.13	10.08	--
资产负债率（%）	75.94	76.90	79.90	81.85
全部债务资本化比率（%）	58.50	52.91	60.93	66.48
流动比率（倍）	1.63	1.56	1.63	1.72
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.19	0.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	2.92	2.11	--
EBITDA/代偿本金合计（倍）	0.49	0.81	0.65	--

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	2,102.08	2,527.37	3,413.45	3,764.42
所有者权益（亿元）	649.56	776.31	966.12	931.88
营业收入（亿元）	2,202.53	2,826.21	3,396.90	691.24
净利润（亿元）	44.19	81.15	86.82	20.50
资产负债率（%）	69.10	69.28	71.70	75.24

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；除特别说明外，均指人民币；2. 公司及建发集团 2020 年一季报未经审计，相关指标未予年化；3. 公司其他流动负债中债务部分计入短期债务，其他非流动负债和长期应付款中债务部分计入长期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 建发集团 2017 年及 2018 年数据以 2018 年及 2019 年审计报告期初追溯调整数据为准

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）的评级反映了公司作为厦门市国资委旗下的房地产开发公司，在股东背景、开发经验、品牌知名度等方面仍具备一定优势。公司股东支持力度较大，投资性房地产区位优势明显，债务结构合理。同时，联合评级也关注到公司有一定补库存需求，存在一定的资金支出压力，公司 2019 年签约销售规模出现下滑，经营性现金流持续净流出，部分项目去化难度上升，债务负担上升较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的持续销售，公司房产销售收入和盈利水平有望进一步提升。

厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）为“15联发02”“19联发01”和“19联发02”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实际控制的大型国有企业，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”“19联发01”和“19联发02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**公司具备区域性品牌优势。**公司是厦门市国有房地产开发企业，股东背景良好，区域品牌优势明显。

2．**控股股东支持力度较大。**公司公开市场债务融资能获得控股股东的担保，且能获得股东的一定的资金支持，股东支持力度较大。

3．**公司投资性房地产区位优势明显，资产质量良好，债务结构合理。**公司投资性房地

产以成本法计量，主要位于厦门及上海区域，有一定增值潜力；公司全部债务主要以长期债务为主，债务结构合理。

4．**担保方实力雄厚。**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，2019 年整体运营状况良好，其担保对“15 联发 02”“19 联发 01”和“19 联发 02”的到期还本付息具有显著的积极作用。

关注

1．**公司存在一定资本支出压力。**公司剩余可售面积仅能满足约一年半的销售需求，存在一定的补库存需求。在建及拟建项目尚需投资规模较大，同时考虑到补库存需求，未来面临一定的资本支出压力。

2．**公司销售业绩有所下滑。**2019 年，受新开工大幅下滑以及市场原因影响，公司签约面积和签约销售金额均有所下滑。

3．**部分项目去化风险加大。**公司在售项目及未开工土储中三线及以下城市占比较高，且部分位于湖北鄂州地区，需持续关注该部分项目去化情况。

4．**公司债务规模持续增长，经营性现金流持续净流出。**2019 年，公司债务规模较快增长，经营性现金流持续净流出。

分析师

曹梦茹　登记编号（R0040218090002）
罗星驰　登记编号（R0040218050005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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：

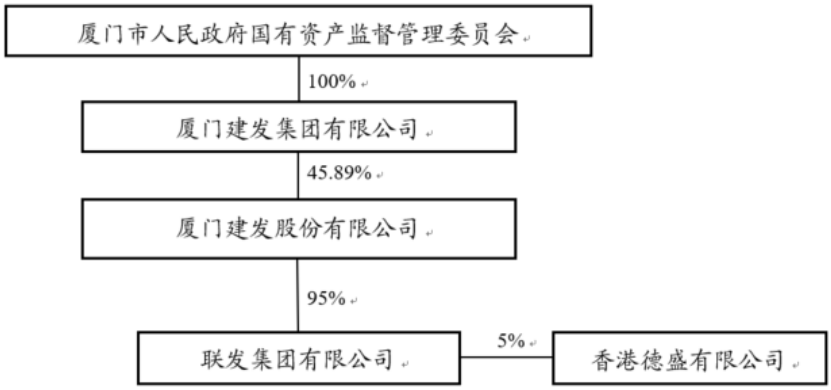
联合信用评级有限公司

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。

经增资及股权转让等，截至2020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（以下简称“厦门国资委”）。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司经营范围和组织结构未发生变化。截至2020年3月底，公司内设产品开发中心、前期开发部、投资发展部、营销管理部以及总经理办公室等13个职能部门。截至2020年3月底，公司直接和间接控股子公司142家，员工人数为4,196人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 835.72 亿元，负债合计 667.70 亿元，所有者权益 168.02 亿元，其中归属于母公司所有者权益 106.02 亿元。2019 年，公司实现营业收入 205.56 亿元，净利润 16.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-67.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.60 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 906.64 亿元，负债合计 742.10 亿元，所有者权益 164.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益 107.17 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 23.46 亿元，净利润 1.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额-29.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.48 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

1. “15 联发 02”

公司于 2015 年 9 月 25 日公开发行“联发集团有限公司 2015 年公司债券（第二期）”（债券简称“15 联发 02”，债券代码“122473.SH”），债券发行规模 10.00 亿元，发行利率 4.20%，期限为 5 年。截至 2019 年底，“15 联发 02”债券募集资金已使用完毕，债券募集资金与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。“15 联发 02”由建发集团提供全额不可撤销的连带责任保证

担保。

公司于 2019 年 9 月 24 日支付“15 联发 02”自 2018 年 9 月 24 日至 2019 年 9 月 23 日期间的利息。

2. “19 联发 01”和“19 联发 02”

2019 年 7 月 8 日，经中国证监会“证监许可〔2019〕1237 号”核准，公司在中国境内公开发行不超过 30 亿元的公司债券。债券发行工作于 2019 年 8 月 13 日完成，实际发行规模 30 亿元，其中，“联发集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”（债券简称“19 联发 01”，债券代码“155600.SH”）的实际发行规模为 15 亿元，最终票面利率为 3.74%，债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“联发集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”（债券简称“19 联发 02”，债券代码“155601.SH”）的实际发行规模为 15 亿元，最终票面利率为 4.15%，债券期限为 5 年。“19 联发 01”和“19 联发 02”由建发集团提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

截至 2019 年底，“19 联发 01”和“19 联发 02”募集资金在扣除募集费用后，统筹归还公司及下属子金融机构贷款，其余募集资金全部用于补充流动资金使用。公司严格按照募集说明书约定使用。截至 2019 年底，“19 联发 01”和“19 联发 02”尚未到第一个付息日。

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

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下行明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

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，房地产开发企业融资环境明显改善，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，对房地产开发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开发企业存续债务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。此外，2020 年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3. 未来发展

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。

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

4. 厦门市区域经济环境

公司所在厦门区域经济保持平稳较快发展，财政实力不断增强，公司外部经济环境良好。

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 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，厦门全年地区生产总值（GDP）5,995.04 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 26.49 亿元，增长 0.7%；第二产业增加值 2,493.99 亿元，增长 9.7%；第三产业增加值 3,474.56 亿元，增长 6.6%。三次产业结构为 0.4：41.6：58.0。按常住人口计算的人均地区生产总值 142,739 元，折合 20,691 美元。

2019 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值增长 8.6%，分经济类型看，股份制企业增加值增长 13.7%，外商及港澳台商投资企业增加值增长 5.0%，其中台资企业增加值增长 9.2%；国有控股企业增加值增长 6.3%，私营企业增加值增长 15.9%。分轻重工业看，轻工业增加值增长 6.1%，重工业增加值增长 9.8%，轻工业与重工业之比为 1:1.91。工业产品产销率为 93.97%，比上年下降 1.35 个百分点。

2019 年，厦门市基础设施投资增长 1.8%；其中交通运输业投资下降 16.8%；工业投资增长 5.2%，其中制造业投资增长 5.8%；社会事业投资增长 70.0%。2019 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）增长 9.0%。分产业看，第一产业投资下降 32.3%，第二产业投资增长 4.8%，第三产业投资增长 9.9%。2019 年，厦门市房地产开发投资增长 1.7%。其中土地购置费下降 15.6%，占房地产投资的 43.7%。全市商品房施工面积 4,089.16 万平方米，下降 5.9%；商品房新开工面积 505.22 万平方米，增长 21.9%。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理人员变动不大，对经营未产生重大影响；管理方式及管理制度未发生重大变化，主要管理制度仍然连续。

2019 年，公司原高级管理人员魏燕云因达到法定退休年龄不再担任副总经理职务，原高级管理人员张曙秋因工作调动原因不再担任副总经理职务。公司董事和监事人员无重大变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受益于房地产板块结转收入及供应链运营业务的增长，公司营业收入有所增长；受项目结转区域差异的影响，公司房地产开发业务毛利率有所下降；2020 年一季度，随着低毛利的供应链运营业务占比的提升，其对综合毛利率水平影响加大。

2019年，公司实现营业收入205.56亿元，同比增长9.78%，主要系公司房地产结转项目增长以及供应链业务收入持续提升所致；公司净利润16.25亿元，同比下降21.61%，主要系投资收益增长所致。

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。2019年，公司房地产开发实现收入166.26亿元，同比增长5.89%。公司供应链运营业务规模扩大，收入随之快速增长，2019年，实现收入29.62亿元，同比增长38.67%。其他业务规模较小，对公司营业收入影响较小。

表 1　2017－2019 年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	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	111.93	86.94	22.12	157.01	83.85	30.62	166.26	80.88	20.52
供应链运营	11.48	8.91	1.69	21.36	11.41	1.60	29.62	14.41	1.01
物业及租赁管理	4.28	3.32	51.98	4.99	2.66	42.31	6.03	2.93	42.19
其他业务	1.07	0.83	47.59	3.90	2.08	75.38	3.65	1.77	29.67
合计	**128.75**	**100.00**	**21.51**	**187.25**	**100.00**	**28.55**	**205.56**	**100.00**	**18.51**

资料来源：公司提供

从毛利率方面看，2019年，受结转项目差异影响，公司房地产开发业务毛利率有所下降，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。

2020年1－3月，公司实现营业收入23.46亿元，同比增长27.98%，毛利率为11.63%，较2019年全年下滑较多，主要系收入构成中房地产开发业务占比下滑及毛利率较低的供应链运营业务收入占比提高所致。

2. 房地产业务

（1）土地储备

公司土地获取较为平稳，受土地市场溢价率提升及拿地区域有所变动的影响，公司拿地均价持续提升；现有土地储备主要以三线及以下城市为主，相较近年来开发规模，公司土储规模一般。

公司土地储备仍主要采用“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。2019 年，公司共购入土地 17 块，新增土地储备权益建筑面积 191.20 万平方米，较上年同期下降 10.49%；拿地均价 7,572 元/平方米，较上年同期增长 32.03%，公司拿地均价持续提高，主要系土地市场溢价率提升及公司拿地区域有所变动所致。2020 年一季度，公司未获取土地储备。

截至 2020 年 3 月底，公司土地储备（未动工）共计 12 块，权益计容建筑面积为 222.59 万平方米，主要位于鄂州（占 49.15%）、柳州（占 14.61%）、南昌（占 11.52%）、南宁（占 8.03%）、漳州（占 5.46%）以及重庆（占 4.96%）等，公司土地储备以三线以及下城市为主。相较近年来开发规模，公司土储规模一般。同时，公司位于湖北省内的土地储备规模较大，在新冠疫情影响下该部分项目开工速度可能受到一定影响。

表2　截至2020年3月底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米、%）

序号	项目名称	位置	土地用途	成交地价	已交出让金	后续出让金来源	权益计容建筑面积	土地获取方式	权益比例	土地取得时间
1	南昌时代天阶商业	南昌	住宅、商业、办公	3.10	3.10	自有资金	10.42	收购	80	2016.5.20
2	南山项目	重庆	住宅、商业	1.29	1.29	自有资金	4.75	收购	80	2017.3.15
3	红莲湖项目	鄂州	住宅、商业、服务业	5.24	5.24	自有资金	84.73	招拍挂	100	2013.1.7
4	阅山湖	鄂州	住宅、商业	6.40	3.20	自有资金	24.67	招拍挂	100	2017.12.8
5	东悦府四期	重庆	住宅、商业	7.56	7.56	自有资金	6.30	招拍挂	50	2018.5.31
6	臻境二期	南宁	住宅	11.21	11.21	自有资金	17.87	招拍挂	100	2018.7.20
7	君领壹号	漳州	住宅、商业	6.64	6.64	自有资金	12.16	招拍挂	100	2019.7.10
8	溪语宸章	杭州	住宅、商业	18.15	9.07	自有资金	8.62	招拍挂	100	2019.9.10
9	广西社湾 P	柳州	住宅、商业	8.74	4.37	自有资金	32.52	招拍挂	100	2019.12.3

	（2019）63 号地块									
10	乌石浦 2019P04 号地块	厦门	住宅、商业	22.47	11.24	自有资金	5.33	招拍挂	100	2019.12.24
11	DAJ2019061 号地块	南昌	住宅	6.59	3.30	自有资金	6.06	招拍挂	51	2019.12.27
12	DAJ2019062 号地块	南昌	住宅	5.19	2.59	自有资金	9.16	招拍挂	100	2019.12.27
合计	--	--	--	**102.57**	**68.80**	--	**222.59**	--	--	--

注：部分获取较早地块为获取时规模较大，分期动工；南昌时代天阶商业未动工为商业部分；阅山湖由于政府生态规划红线问题未动工
资料来源：公司提供

（2）项目开发情况

受前期开工力度大及项目储备相对不足的影响，2019 年新开工同比大幅下滑，竣工变动不大，期末在建面积呈下滑态势；公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

从区域上看，目前公司开发的项目主要位于厦门、重庆、武汉、天津、南京、杭州、扬州、桂林、南昌、南宁、鄂州和漳州等二、三线城市。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，在厦门、桂林、南昌等地已具有一定的品牌知名度。

从项目开发情况来看，受前期开工力度大及项目储备相对有限的影响，公司 2019 年新开工面积同比下降 70.24%；同期，房屋竣工面积同比增长 18.92%。在上述因素共同影响下，截至 2019 年底，公司期末在建面积较 2018 年底有所下滑，为 758.67 万平方米。2020 年 1－3 月，公司新开工面积为 73.63 万平方米，同比变动不大，期末在建面积为 823.95 万平方米。2020 年 1－3 月，公司竣工面积 8.34 万平方米。

表 3　2017－2019 年及 2020 年 1－3 月公司房地产开发数据（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
新开工面积	295.03	563.13	167.60	73.63
竣工面积	99.88	207.00	246.17	8.34
期末在建面积	481.11	837.24	758.67	823.95

注：上述数据口径为全口径
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建项目共 50 个，规划建筑面积达 1,165.24 万平方米，二线城市占 48.57%，三四线及以下城市占 51.43%。在建及拟建项目预计总投资为 1,016.04 亿元，截至 2020 年 3 月底已投资 646.84 亿元，未来三年计划投资 369.23 亿元，权益尚需投资规模为 328.00 亿元。公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

表 4　截至 2020 年 3 月底公司在建及拟建地产项目情况（单位：万平方米、亿元、%）

序号	项目名称	用途	地理位置	规划建筑面积	总投资	截至 2020 年 3 月底已投资	未来三年投资支出	项目进度	项目批准情况（五证获取情况）
1	君领首府	住宅、商业	漳州	13.52	14.27	9.25	5.02	36	A+B+C+D+E
2	君领壹号	住宅、商业	漳州	26.67	24.00	11.25	12.75	17	A+B+C+D
3	中央公园	住宅、商业	厦门	16.41	40.50	38.60	1.90	50	A+B+C+D+E
4	君领天玺	住宅、商业	莆田	27.02	36.85	26.49	10.36	55	A+B+C+D+E
5	尚书第	住宅、商业	莆田	5.92	5.80	4.37	1.43	85	A+B+C+D+E
6	君领兰溪	住宅、商业	莆田	5.56	5.00	4.06	0.94	60	A+B+C+D+E
7	世茂云图	住宅、商业	莆田	7.29	4.52	2.84	1.68	40	A+B+C+D+E
8	海峡 1 号	住宅、商业	南安	29.79	15.45	12.60	2.85	92	A+B+C+D+E
9	君悦湾	住宅、商业	南安	18.83	9.28	8.30	0.98	99	A+B+C+D+E
10	晋江云城	住宅、商业	晋江	34.48	19.40	13.60	5.80	55	A+B+C+D+E
11	青溪府	住宅、商业	南宁	28.73	21.00	17.10	3.90	90	A+B+C+D+E
12	君悦	住宅、商业	南宁	5.15	3.50	2.96	0.54	80	A+B+C+D+E
13	西棠春晓	住宅、商业	南宁	23.43	15.00	12.48	2.52	80	A+B+C+D+E
14	臻境	住宅、商业	南宁	34.14	24.00	14.66	9.34	5	A+B+C+D
15	滨江一号	住宅、商业	柳州	32.42	15.50	13.09	2.41	85	A+B+C+D+E
16	君悦兰亭	住宅、商业	柳州	39.01	16.60	13.61	2.99	75	A+B+C+D+E
17	悦澜山	住宅、商业	江门	17.96	22.03	15.36	6.67	50	A+B+C+D+E
18	悦溪府	住宅、商业	桂林	23.05	10.20	6.64	3.56	70	A+B+C+D+E
19	乾景御府	住宅、商业	桂林	21.06	11.68	6.63	5.05	35	A+B+C+D+E
20	乾景欣悦	住宅、商业	桂林	24.36	10.64	10.35	0.29	100	A+B+C+D+E
21	红墅东方	住宅、商业、办公	鄂州	122.00	84.00	23.40	60.60	25	A+B+C+D+E
22	棠颂	住宅、商业	苏州	18.04	26.00	18.88	7.12	50	A+B+C+D+E
23	翡翠方山	住宅、商业	南京	8.3	16.75	14.04	2.71	80	A+B+C+D
24	时代天阶	住宅、商业	南昌	22.92	17.71	5.98	11.73	50	A+B+C+D+E
25	时代天骄	住宅、商业	南昌	9.03	9.69	6.81	2.88	50	A+B+C+D+E
26	海上明月	住宅、商业	南昌	34.10	43.04	24.75	18.29	10	A+B+C+D
27	浔阳府	住宅、商业	九江	36.8	21.28	18.25	3.03	65	A+B+C+D+E
28	君悦湖	住宅、商业	九江	20.97	10.50	5.07	5.43	40	A+B+C+D+E
29	君悦江山	住宅、商业	九江	21.40	21.28	13.16	8.12	30	A+B+C+D+E
30	雍榕华府	住宅、商业	赣州	20.48	16.30	15.25	1.05	95	A+B+C+D+E
31	君悦华府	住宅、商业	赣州	10.2	5.45	3.22	2.23	85	A+B+C+D+E
32	静湖 1 号	住宅、商业	天津	18.49	38.22	21.86	16.36	35	A+B+C+D+E
33	锦里	住宅、商业	天津	19.23	34.25	20.14	14.11	25	A+B+C+D+E
34	藏珑玉墅	住宅、商业	杭州	7.06	13.00	12.50	0.50	95	A+B+C+D+E
35	云景天章	住宅、商业	杭州	7.23	15.45	13.34	2.11	95	A+B+C+D
36	藏珑大境	住宅、商业	杭州	21.64	35.52	30.31	5.21	70	A+B+C+D+E
37	龙洲湾一号	住宅、商业	重庆	53.3	40.00	26.71	13.29	67	A+B+C+D+E
38	西城首府	住宅、商业	重庆	29.27	24.00	18.27	5.73	76	A+B+C+D+E
39	东悦府	住宅、商业	重庆	50.33	43.00	28.08	14.92	65	A+B+C+D+E
40	君领西城	住宅、商业	重庆	10.63	9.30	6.30	3.00	68	A+B+C+D
41	南山	住宅、商业	重庆	12.05	16.00	5.48	10.52	10	A+B+C+D+E
42	龙洲湾一号四期	住宅、商业	重庆	17.19	18.00	8.90	9.10	--	A+B
43	阅山湖	住宅、商业、	鄂州	27.99	21.00	4.10	16.90	--	未取证

		办公							
44	璞悦府	住宅、商业	武汉	42.13	17.00	9.58	7.42	--	A+B+C
45	云璟	住宅、商业	武汉	27.59	24.00	13.41	10.59	--	A+B+C
46	西岸春风	住宅、商业	南昌	10.33	11.39	6.18	5.21	--	A+B+C
47	君悦天成	住宅、商业	柳州	5.91	4.94	1.60	3.35	--	A+B+C
48	君悦华庭	住宅、商业	柳州	5.21	3.36	1.72	1.65	--	A+B+C
49	君悦朝阳	住宅、商业	柳州	17.90	8.39	2.91	5.49	--	A+B+C
50	云犀	住宅、商业	南京	22.72	42.00	22.40	20.00	--	A+B+C
合计	--	--	--	**1,165.24**	**1,016.04**	**646.82**	**369.23**	--	--

注：项目批准情况五证明细：A、《国有土地使用证》；B、《建设用地规划许可证》；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；已投资金额+未来三年计划投资金额不等于总投资金额，主要系相关数据四舍五入导致的合计数与分项数之和产生一定差异
资料来源：公司提供

（3）房地产销售情况

受新开工大幅下滑以及市场原因影响，公司 2019 年签约销售规模有所下滑，签约销售均价变动不大。公司剩余可售项目中三线及以下城市占比较高，未来其销售去化或将存在一定的不确定性；剩余可售项目相较销售略显不足，公司存在一定补库存需求。

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。

2019 年，公司协议销售金额大幅下降，主要系供货有所减少，同时，天津、鄂州及重庆区域市场销售不及预期所致。2019 年，公司房屋销售均价变动不大，为 1.08 万元/平方米；在上述因素共同影响下，公司近 2019 年协议销售金额有所下降。2020 年 1－3 月，公司房屋协议销售面积 24.41 万平方米，协议销售均价较 2019 年略有提升，为 1.16 万元/平方米，主要系二线城市签约占比提升所致；实现协议销售金额 28.42 亿元。

2019 年，公司结转销售面积和结转收入均持续提升。其中，结转面积同比增长 1.60%，结转收入同比增长 5.89%。2020 年 1－3 月结转收入 8.91 亿元，结转面积 8.29 万平方米。

表 5　2017－2019 年及 2020 年 1－3 月公司商品房销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
协议销售面积（万平方米）	240.66	317.29	252.97	24.41
协议销售金额（亿元）	258.35	349.27	273.04	28.42
协议销售均价（万元/平方米）	1.07	1.10	1.08	1.16
结转面积（万平方米）	128.80	167.35	170.02	8.29
结转收入（亿元）	111.93	157.01	166.26	8.91

注：协议销售面积、协议销售金额及协议销售均价为全口径，结转上收入、结转面积为合并范围口径
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司在售项目 71 个，总可售面积 1,252.28 万平方米，已售面积 857.05 万平方米，剩余可售面积 395.24 万平方米，整体去化率 68.44%，部分城市去化率较低主要系项目未全部取得预售证尚未全部进入预售期所致。从剩余可售区域来看，二线城市占比 21.77%，三线及以下城市占比 75.51%，其中，位于湖北鄂州的剩余可售面积占 24.29%，受新冠肺炎疫情影响去化进度或存在一定不确定性。从公司 2019 年销售情况看，目前拟建及在售项目总可售规模仅可满足 2 年左右的销售，公司存在一定的补库存需求。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司在售项目销售情况（单位：万平方米、%）

地区	总可售面积	累计签约销售面积	待售面积	去化率
鄂州	122.06	26.07	96.00	21.36
重庆	188.3	100.02	88.27	53.12
莆田	68.02	40.62	27.40	59.72
九江	86.7	63.99	22.71	73.81
天津	103.38	81.44	21.94	78.78
泉州	65.8	44.76	21.04	68.02
江门	22.54	3.57	18.97	15.82
桂林	104.1	85.43	18.66	82.07
南宁	126.74	112.33	14.41	88.63
漳州	55.45	42.58	12.87	76.78
镇江	11.63	--	11.63	--
柳州	85.63	77.57	8.06	90.59
苏州	15.04	8.21	6.83	54.60
杭州	15.87	9.70	6.17	61.12
厦门	37.38	31.73	5.65	84.90
南昌	48.46	42.93	5.53	88.60
赣州	41.15	35.63	5.52	86.59
武汉	19.3	16.07	3.23	83.26
扬州	34.75	34.39	0.36	98.95
总计	**1,252.28**	**857.05**	**395.24**	**68.44**

注：上表数据口径为全口径
资料来源：公司提供

3. 自持物业

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

公司的物业及租赁管理业务主要依靠自身持有的物业对外出租，收取租金和管理费的方式获取收入。公司物业出租情况总体良好，采取预收 1 至 3 个月的租金作为保证金，租户按月或季度缴纳租金的收费方式，租赁业务年收入在 4~6 亿元左右，物业平均出租率在 90%以上，该部分业务收入比较稳定，联发电子商城以及联发九都国际出租率较低，主要系联发电子商城目前处于装修改造中，九都国际可出租部分均为车位，车位以卖为主，出租较少，大部分处于待售状态。为进一步对物业租赁进行专业化运营及管理，公司于 2013 年设立厦门联发商置有限公司进行物业租赁、运营的管理。

截至 2020 年 3 月底，公司持有性物业面积约为 116.42 万平方米，位于厦门、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。公司在厦门湖里区拥有物业近 40 万平方米，目前按照历史成本入账，未来存在一定的升值空间。2019 年，公司物业租赁及管理业务收入持续提升，为 6.03 亿元，同比增长 20.84%；2020 年 1—3 月，公司物业租赁及管理业务收入 1.52 亿元，基本维持稳定。

表 7　截至 2020 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	账面金额	项目所在地
1	湖里工业园	16.00	工业厂房	90	13,608.43	厦门
2	杏林工业园	5.56	工业厂房	85	3,266.78	厦门
3	黄金工业园	16.79	工业厂房	98	24,814.96	厦门
4	软件学院	7.53	教育地产	100	15,329.45	厦门
5	湖里写字楼	7.59	写字楼	87	6,040.30	厦门
6	湖里颐豪酒店等	3.37	酒店	100	3,571.74	厦门
7	华美文创园	4.07	文创园	92	12,886.98	厦门
8	文创口岸	3.67	文创园	89	13,622.05	厦门
9	联发电子商城	2.63	商业	40	23,170.30	厦门
10	联达商业广场	5.74	商业	94	19,071.20	桂林
11	联发广场	4.32	写字楼	82	33,400.84	南昌
12	联发九都国际	0.65	写字楼	67	9,295.02	武汉
13	软件学院在建	21.84	教育地产	100	9,829.59	厦门
14	莆田电商城	6.90	商业	100	26,676.43	莆田
15	自持配套	9.76	商业	100	90,482.52	各地
合计		**116.42**	**--**	**--**	**305,066.59**	**--**

资料来源：公司提供

4. 供应链运营业务

公司供应链运营主要为房地产主业开展配套服务，毛利率水平较低。

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。

公司供应链运营业务以国内贸易为主，国内贸易达90%以上，结算方式以现金、信用证、银行承兑汇票为主；国外贸易以现金、信用证结算为主。2019年，公司供应链运营业务收入为29.62亿元，同比增长38.67%。2020年1－3月，公司供应链运营业务收入12.41亿元。

5. 经营关注

（1）公司存在一定的补库存需求

截至 2020 年 3 月底，公司总可售面积 1,252.28 万平方米，已售面积 857.05 万平方米，剩余可售面积 395.24 万平方米，从公司 2019 年销售情况看，目前拟建及在售项目总可售规模仅可满足 2 年左右的销售，公司存在一定的补库存需求。

（2）公司未来存在一定的资金需求

截至2020年3月底，公司拟建及在建房地产项目权益尚需投资328亿元，同时考虑到公司有补充土储的需求，未来存在一定的资金支出压力。

（3）需关注三线及以下城市项目去化风险

截至2020年3月底，公司在售项目中三线及以下城市占比75.51%，其中，位于湖北鄂州的剩余可售面积占24.29%，且未开工土储中位于鄂州的部分占比较高，受新冠肺炎疫情影响去化进度或存在一定不确定性。需持续关注该部分项目去化情况。

6. 未来发展

公司未来发展战略明晰，有利于公司持续发展。

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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报告，经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。公司执行财务部颁布的最新版企业会计准则，于2019年执行新金融工具准则。

公司更换审计机构，主要系原负责公司审计的团队离开致同会计师事务所（特殊普通合伙）加入容城会计师事务所（特殊普通合伙），为保持审计工作的连续性，公司聘任容城会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2019年度财务报表审计机构。

从合并范围看，2019年，公司合并范围新增子公司28家，减少子公司5家，期末纳入合并范围的子公司共计139家。考虑到公司主营业务未发生变化，公司财务数据仍具备一定的可比性。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 835.72 亿元，负债合计 667.70 亿元，所有者权益 168.02 亿元，其中归属于母公司所有者权益 106.02 亿元。2019 年，公司实现营业收入 205.56 亿元，净利润 16.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -67.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.60 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 906.64 亿元，负债合计 742.10 亿元，所有者权益 164.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益 107.17 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 23.46 亿元，净利润 1.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额-29.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.48 亿元。

2. 资产质量

2019 年，伴随着房地产业务规模快速扩张，公司存货规模大幅增长，带动资产总额快速增长。资产构成以货币资金和存货为主，存货的变现能力受房地产市场波动影响明显，部分城市项目存在一定的跌价风险；公司有较大规模的投资性房地产，以成本模式进行计量，存在一定的物业升值潜力。

截至2019年底，公司资产总额835.72亿元，较上年底增长24.90%，主要系货币资金及存货增长所致。公司资产以流动资产（占91.15%）为主，较年初变化不大。

截至2019年底，公司流动资产合计761.75亿元，较上年底增长26.23%，主要由存货（占75.16%）、货币资金（占12.88%）和其他应收款（占5.95%）等构成。

截至2019年底，公司货币资金98.10亿元，较上年底增长19.60%，主要系公司融资规模较大所致；货币资金主要为银行存款（占68.48%）和其他货币资金（占31.52%），其余为少量库存现金。截至2019年底，公司使用权受到限制的货币资金27.81亿元，受限比例为28.35%，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。

截至2019年底，公司其他应收款45.34亿元，较上年底增长7.56%，主要系往来款增加所致；公司其他应收款主要包括合作方经营往来款项、购房保证金和押金等。从账龄看，1年以内占62.38%、1～2年占26.09%、2～3年占6.23%、3年以上占5.30%；截至2019年底，公司其他应收款共计提坏账准备1.04亿元，计提比例2.24%。从其他应收款集中度来看，前五名单位合计应收余额占比45.97%，主要为合作方往来款及关联方往来款，集中度较高。

表 8　截至 2019 年底公司其他应收款前五名单位明细情况（单位：万元、%）

单位名称	与本公司关系	期末余额	占其他应收款总额的比例	账龄	款项性质
厦门禹联泰房地产开发有限公司	关联方	89,582.63	19.76	1年以内，1~2年	关联方往来款
南昌县财政局	合作方	47,432.00	10.46	1年以内	合作方往来款
上海康泰房地产开发有限公司	合作方	26,003.37	5.73	1~2年，2~3年	合作方往来款
上海锘绿置业有限公司	合作方	25,445.59	5.61	1~2年，2~3年	合作方往来款
桂林彰泰实业集团有限公司	合作方	19,995.82	4.41	1年以内，2~3年，3~4年	合作方往来款
合计	**--**	**208,459.41**	**45.97**	**--**	**--**

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司存货账面价值572.54亿元，较上年底增长26.82%，主要系随着公司房地产项目开发规模的扩大，拿地及投资规模增加所致。从存货构成上看，主要包括开发成本（占95.97%）和开发产品（占3.78%）。截至2019年底，公司共计提存货跌价准备4.95亿元，其中对开发成本计提跌价准备4.62亿元、对开发产品计提跌价准备0.33亿元。公司计提跌价准备的存货主要为天津区域项目，系当地市场不及预期所致。考虑到公司存货位于三、四线城市的占比仍较高，且有部分位于湖北鄂州区域，或仍将面临一定的去化及减值风险。

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 73.97 亿元，较上年底增长 12.68%；公司非流动资产主要由投资性房地产（占 41.42%）、长期股权投资（占 26.27%）和递延所得税资产（占 18.38%）等构成。

公司长期股权投资全部为对联营企业的投资。截至 2019 年底为 19.43 亿元，较上年底增长 43.92%，主要系本期权益法下确认的投资收益 3.50 亿元以及新增联营投资 3.38 亿元所致。公司长期股权投资被投资单位主要包括宏发科技股份有限公司（6.91 亿元，以下简称“宏发股份”）、重庆融联盛房地产开发有限公司（2.33 亿元）、福建闽西南城市协作开发集团有限公司（2.06 亿元）等。其中，宏发股份为 A 股上市公司，截至 2019 年底，公司为宏发股份第三大股东，持有宏发股份 11.65%的股份，目前宏发股份经营情况良好。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 30.64 亿元，较上年底增长 14.23%，主要系在建项目达到预定可使用状态转入所致；公司投资性房地产主要包括房屋、建筑物 23.43 亿元（占 76.47%）和在建工程 6.50 亿元（占 21.21%）。公司投资性房地产按成本计量，累计折旧 5.38 亿元。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 2019 年底，公司递延所得税资产为 13.60 亿元，较上年底增长 2.53%，主要为预收售房款增加导致的可抵扣暂时性差异增加所致。

2019 年，公司新增其他非流动金融资产，账面价值为 3.88 亿元，主要为新增债务工具投资和权益工具投资所致。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 906.64 亿元，较 2019 年底增长 8.49%，主要系货币资金、其他应收款和存货的增长。其中，流动资产占 91.17%，非流动资产占 8.83%，资产结构与 2019 年底相比变动不大。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金 116.68 亿元，较 2019 年底增长 18.94%，主要系当期融资规模较大所致；截至 2020 年 3 月底，公司其他应收款 63.50 亿元，较 2019 年底增长 40.04%，主要系合联营项目往来款增加所致；同期，公司存货 600.38 亿元，较 2019 年底增长 4.86%，主要系开发成本的增加。

截至 2020 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 302.77 亿元，占 2020 年 3 月底资产总额的 33.39%，主要系为银行借款设定的担保资产及相关保证金，公司资产受限比例一般。

表 9　截至 2020 年 3 月底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	27.91	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	269.67	抵押借款
投资性房地产	2.84	抵押借款
长期股权投资	1.86	质押借款
其他	0.49	存出担保保证金及抵押借款
合计	**302.77**	--

资料来源：公司提供

3．负债及所有者权益

（1）负债

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；公司债务规模持续增长，整体债务负担增长较快。

截至2019年底，公司负债总额667.70亿元，较上年底增长29.76%，主要来自预收款项、其他应付款以及长期借款的增长。负债构成上，流动负债和非流动负债分别占69.91%和30.09%，主要为流动负债。

截至 2019 年底，公司流动负债为 466.78 亿元，较上年底增长 20.48%，主要系预收款项和其他应付款的增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占 9.16%）、预收款项（占 55.08%）、其他应付款（占 17.64%）和一年内到期的非流动负债（占 10.18%）构成。

截至 2019 年底，公司应付账款为 42.78 亿元，较上年底增长 27.77%，主要系随着公司房地产开发项目的增加，应付开发成本款增加所致。其中应付开发成本款 41.39 亿元（占 96.75%）。

截至 2019 年底，公司预收款项 257.09 亿元，较上年底增长 16.67%，主要系预收售房款的增长，其中预收售房款占 98.05%。

截至 2019 年底，公司其他应付款 82.32 亿元，较上年底增长 32.71%，主要系往来款增加所致，其中往来款占 93.40%。2019 年底，公司其他应付款中含从建发股份的拆入款项 29.02 亿元。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 47.53 亿元，较上年底增长 47.14%，主要由一

年内到期的长期借款（占 46.79%）和一年内到期的应付债券（占 50.22%）构成。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 10.78 亿元，较上年底下降 4.23%，主要为公司发行的短期应付债券。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 200.92 亿元，较上年底增长 58.06%，系长期借款的增长；公司非流动负债主要包括长期借款（占 58.63%）和应付债券（占 33.79%）。

截至 2019 年底，公司长期借款合计 117.80 亿元，较上年底增长 144.10%，主要系新增抵押借款所致。公司长期借款（含一年内到期）合计 140.03 亿元，其中，抵押借款 108.14 亿元（占 77.23%）、保证借款 29.40 亿元（占 21.00%）。

截至 2019 年底，公司应付债券 67.88 亿元，较上年底增长 1.60%，包括“15 联发 02”“17 联发集 MTN001”“18 联发集 MTN001”“19 联发 01”和“19 联发 02”等。

本评级报告将其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息部分调整至全部债务及相关指标核算。截至 2019 年底，公司全部债务 261.99 亿元，较上年底增长 50.88%；其中，短期债务占 23.70%，长期债务占 76.30%。2018－2019 年，公司资产负债率分别为 76.90%和 79.90%，有所上升。全部债务资本化比率分别为 52.91%和 60.93%，有所上升。长期债务资本化比率分别为 44.90%和 54.33%，有所上升，公司债务负担增长较快。如将 15.00 亿元永续债调入长期债务，2018－2019 年，公司全部债务分别为 188.64 亿元和 276.99 亿元。偿债指标方面，2018－2019 年，公司资产负债率分别为 79.14%和 81.69%；全部债务资本化比率分别为 57.48%和 64.41%；长期债务资本化比率分别为 50.25%和 58.41%，债务负担进一步加重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 742.10 亿元，较 2019 年底增长 11.14%，主要系长期借款和应付债券的增长所致。截至 2020 年 3 月底，公司长期借款 145.70 亿元，较 2019 年底增长 23.69%，主要系公司项目投资需要、融资规模增加所致；截至 2020 年 3 月底，公司应付债券 84.89 亿元，较 2019 年底增长 25.06%，系发行债券规模增长所致。截至 2020 年 3 月底，公司流动负债和非流动负债分别占 64.92%和 35.08%，流动负债占比有所下滑。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 326.30 亿元，较 2019 年底增长 24.55%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债资本化比率分别为 81.85%、66.48%和 61.13%。公司整体债务负担较 2019 年底有所加重。若将永续中期票据计入债务核算，公司 2020 年 3 月底资产负债率、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 83.51%、69.53%和 64.68%。从债务期限情况来看，公司有息债务到期期限分布较为均衡，集中偿付压力可控。

表 10　截至 2020 年 3 月底公司债务期限情况（单位：亿元、%）

到期年份	到期规模	占比
2020年4~12月	42.27	12.96
2021年	80.10	24.56
2022年	121.18	37.15
2023年	55.21	16.93
2024年	27.40	8.40
合计	**326.16**	**100.00**

注：表中债务不含应付票据及永续中期票据
资料来源：公司提供，联合评级整理

（2）所有者权益

公司权益规模稳步增长，所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比高，且权益中含有永续中期票据，权益结构稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 168.02 亿元，较上年底增长 8.72%，主要系未分配利润和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 63.10%，少数股东权益占 36.90%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 19.81%、盈余公积占 9.27%、权益工具占 14.15%、未分配利润占 55.82%，资本公积、一般风险准备和其他综合收益合计占 0.95%。

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），2020 年 3 月底，公司其他权益工具合计 15.00 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 164.54 亿元（含少数股东权益 57.29 亿元），较 2019 年底下降 2.07%，主要系少数股东权益的减少所致；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 19.58%、盈余公积占 9.17%、未分配利润占 56.14%、其他权益工具占 13.99%，构成较 2019 年底变化不大。

4. 盈利能力

2019年，房地产开发销售为公司收入和利润的主要来源，公司经营规模不断扩大，受结转项目差异的影响，公司收入规模快速增长，利润规模有所下降，整体盈利能力下滑。

2019年，公司实现营业收入205.56亿元，同比增长9.78%，主要系公司房地产结转项目增长以及供应链业务收入持续提升所致；公司净利润16.25亿元，同比下降21.61%，主要系投资收益增长所致。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为8.90亿元，较上年增长9.15%，主要系销售费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为76.42%、7.39%、0.89%和15.30%，以销售费用为主。其中，销售费用为6.80亿元，较上年增长28.50%，主要系广告宣传费及代理手续费增加所致；管理费用为0.66亿元，较上年增长25.47%，主要系职工薪酬及业务费增加所致；财务费用为1.36亿元，较上年下降39.87%，主要系债务规模扩大利息支出增加所致。

非经营性损益方面，2019年，公司资产减值损失较2018年有所下降，为2.68亿元，主要为存货跌价损失，对营业利润的影响一般。2019年投资收益为5.01亿元，较上年底增长222.53%，主要系权益法核算的长期股权投资收益以及处置长期股权投资产生的投资收益增长所致。2019年，投资收益占营业利润的比例为21.91%，投资收益对利润有一定的贡献。

从盈利指标看，受公司利润下降影响，2019年，公司营业利润率为14.22%，较上年下降6.70个百分点；2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为4.81%、3.29%和10.08%，较上年分别下降2.69个百分点、下降2.07个百分点和下降5.05个百分点。公司各盈利指标有所下滑。

5. 现金流

2019 年，公司持续保持较大规模的经营性现金流入，购地及项目支出规模较大，经营活动和投资活动现金流的平衡仍需依靠筹资活动。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。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 324.41 亿元，较上年增长 6.19%，主要系收到的往来款增加所致。其中，2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 259.65 亿元，同比下降 2.73%；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，2019 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 62.64 亿元，同比增长 63.96%。2019 年，公司经营活动现金流出 391.64 亿元，较上年增长 25.41%，主要系项目不断投入所致。其中，2019 年公司购买商品、接受

劳务支付的现金流出 282.64 亿元，同比增长 23.16%，主要系在建项目不断投入所致；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 25.72%，2019 年支付其他与经营活动有关的现金 71.75 亿元，同比增长 47.78%，主要系支付往来款增加所致。2019 年，公司经营活动现金净流出 67.23 亿元，净流出规模进一步扩大。

从投资活动来看，2019 年公司投资活动现金流入 13.73 亿元，同比下降 62.63%，主要系 2018 年收到其他与投资活动有关的现金含收回联营企业占用资金的本息 24.15 亿元，2019 年无该款项收回导致收到其他与经营活动有关的现金大幅下降所致。2019 年公司投资活动现金流出 19.58 亿元，同比下降 44.01%，主要系支付其他与投资活动有关的现金减少所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 5.85 亿元，由上年净流入转为净流出。

从筹资活动情况来看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 253.35 亿元，较上年增长 76.56%，主要为取得借款收到的现金；2019 年筹资活动现金流出量为 164.60 亿元，较上年增长 19.22%，主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2019 年，公司筹资活动现金净流入 88.75 亿元，较上年增长 1,535.93%。

2020 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-29.95 亿元、-6.25 亿元和 54.68 亿元。2020 年 1－3 月公司经营活动现金流量持续呈净流出状态，且净流出规模较大，筹资活动前现金流净额为-36.20 亿元，公司仍存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，间接融资渠道顺畅，有一定规模的对外担保；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。

从短期偿债能力指标来看，截至2019年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的1.56倍和0.39倍上升至1.63倍和0.41倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2019年末，公司现金短期债务比由年初的1.74倍下降至1.60倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司 EBITDA 为25.99亿元，较上年下降19.43%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占7.58%）、利润总额（占87.65%）构成。2019年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的2.92倍下降至2.11倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的0.19倍下降至0.10倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保合计 2.23 亿元，担保比率 1.36%，被担保方主要为公司参股企业，目前经营状况正常；公司为下属子公司提供的担保金额为 132.35 亿元；为购房人提供的按揭担保为 201.17 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。公司对外担保规模不大，为下属子公司和购房人的按揭担保风险较低，公司或有负债风险较小。截至 2020 年 3 月末，公司担保业务板块在保金额 9.52 亿元，代偿率 0%。

截至 2020 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年 3 月底，公司在多家银行获得授信总额度为 316.64 亿元，尚未使用额度为 149.49 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

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 2020 年 5 月 8 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往履约情况良好。

7．母公司财务分析

母公司本部为公开市场债务融资主体，母公司利润来源依赖于对下属子公司的投资收益。

资产方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 369.21 亿元，较上年底增长 17.25%，其中流动资产 305.97 亿元（占 82.87%）、非流动资产 63.23 亿元（占 17.13%），母公司资产以流动资产为主。流动资产主要构成为其他应收款（占 92.14%）以及货币资金（占 7.20%）。母公司非流动资产主要构成为长期股权投资（占 61.74%）、投资性房地产（占 9.60%）以及其他非流动资产（占 16.94%）。截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 404.99 亿元，较 2019 年底增长 9.69%，资产结构变动不大。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债总额 275.18 亿元，较上年底增长 20.34%，其中流动负债 180.45 亿元（占 65.58%）、非流动负债 94.73 亿元（占 34.42%），母公司负债构成以流动负债为主。流动负债构成主要为其他应付款（占 74.74%）、一年内到期的非流动负债（占 15.93%）和其他流动负债（占 5.61%）。非流动负债构成主要为应付债券（占 71.66%）和长期借款（占 13.21%）。母公司资产负债率为 74.53%。

2019 年母公司实现营业收入 17.39 亿元，同比下降 30.40%。2018－2019 年，母公司投资收益分别为 5.78 亿元和 14.70 亿元，主要为对子公司等的投资收益；在投资收益波动增长的带动下，母公司利润总额波动增长，分别为 9.74 亿元和 14.04 亿元。

2019 年，母公司经营活动现金净流量为-27.85 亿元；投资活动现金净流量为-3.15 亿元；母公司筹资活动现金流量净额为 31.88 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2020年3月末，公司现金类资产为117.79亿元（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），为“15联发02”“19联发01”和“19联发02”债券待偿本金（40.00亿元）的2.94倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度较好；截至2020年3月末，公司净资产为164.54亿元，为“15联发02”“19联发01”和“19联发02”债券待偿本金（40.00亿元）的4.11倍，公司净资产对本期债券按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2019年，公司 EBITDA 为25.99亿元，为“15联发02”“19联发01”和“19联发02”债券待偿本金（40.00亿元）的0.65倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较弱。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为324.41亿元，为“15联发02”“19联发01”和“19联发02”债券待偿本金（40.00亿元）的8.11倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度较高。

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”“19联发01”和“19联发02”债券的偿还能力很强。

八、债券保护分析

“15 联发 02”“19 联发 01”和“19 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

建发集团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 2019 年末，建发集团注册资本为 67.50 亿元。

图2　截至2020年3月末建发集团股权结构图



资料来源：建发集团提供

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

截至 2020 年 3 月末，建发集团设有投资管理部、战略管理部、资产管理部等合计 10 个部门（见附件 3）。

截至 2019 年末，建发集团合并资产总额 3,413.45 亿元，负债合计 2,447.33 亿元，所有者权益 966.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益 518.05 亿元。2019 年，建发集团实现营业收入 3,396.90 亿元，净利润 86.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 46.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额 115.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 115.03 亿元。

截至 2020 年 3 月末，建发集团合并资产总额 3,764.42 亿元，负债合计 2,832.54 亿元，所有者权益 931.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益 500.64 亿元。2020 年 1－3 月，建发集团实现营业收入 691.24 亿元，净利润 20.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 12.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额-159.13 亿元，现金及现金等价物净增加额 68.54 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：黄文洲。

2．建发集团经营情况

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

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

2019 年，建发集团供应链运营业务收入占比仍占主导地位。2019 年，建发集团营业收入 3,396.90 亿元，较 2018 年增长 20.19%，主要来自于供应链业务收入增长。其中供应链运营业务收入占 84.49%，房地产业务收入占 13.50%，其他业务占比较小。

表 11　2017－2019 年建发集团营业收入情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 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	1,884.67	85.57	3.06	2,359.43	83.48	2.88	2,869.95	84.49	2.60
房地产业	291.73	13.25	26.32	405.79	14.36	35.37	458.74	13.50	28.63
旅游饮食业	9.86	0.45	82.96	11.40	0.40	82.03	11.50	0.34	82.35
会展业务	4.71	0.21	22.01	5.44	0.19	23.74	6.14	0.18	27.85
城建业务	1.94	0.09	14.09	4.50	0.16	20.99	5.53	0.16	20.07
其他业务	9.62	0.44	60.54	39.65	1.41	41.19	45.05	1.33	33.87
合计	**2,202.53**	**100.00**	**6.80**	**2,826.21**	**100.00**	**8.47**	**3,396.90**	**100.00**	**6.87**

资料来源：建发集团提供

从综合毛利率来看，2019 年综合毛利率有所下降，主要系供应链运营及房地产业务毛利率均有所下降所致。从各板块来看，在错综复杂的国内外经济与贸易环境下，2019 年，建发集团供应链运营板块毛利率有所下降；房地产板块毛利率因结转项目差异有所下降。

（1）供应链运营业务

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。

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

表 12　截至 2019 年末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	3.00	166.71	32.51	1,059.66	4.88	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	3.00	29.56	4.85	169.74	0.41	钢铁供应链运营
建发物资	100.00	3.00	17.95	3.50	89.55	0.11	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	55.64	12.05	303.34	1.21	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	28.39	10.47	115.17	2.00	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	40.88	9.63	213.75	1.68	进出口物流，包括国际贸易代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等

资料来源：建发股份提供

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

钢材

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

建发股份目前已形成了较为稳定的经营模式和供销链条：上游方面，建发股份主要与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，成为其战略伙伴，与钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金，以

锁定钢材供应量，建发股份借此加强对钢铁资源的控货能力并可在完成供应量后获取一定返利，同时提高对货物物流环节的运输效率。目前，建发金属系首钢集团、河北津西钢铁集团股份有限公司最大战略合作伙伴，建发物资系山东钢铁集团有限公司和本钢集团有限公司等多家大型钢厂的战略合作伙伴。建发股份下游客户中经销商约占 65%，下游终端客户约占 35%，建发股份销售模式主要为与下游客户签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金，建发股份每个月根据下游客户需求收取 15%~20%保证金后向钢厂订货，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量，结算价格为钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司付款提货。

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

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

矿产品

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

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

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

浆纸

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

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

浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华南、山东、江浙沪等地区。纸浆销售模式一般采用现款销售，部分采用年度销售协议锁定客户的采购量，如果客户有信用的需求，会

根据该客户的信用情况给予一定的账期。纸张销售方面，建发股份通过信保公司给予客户一定的授信金额和期限，赊销给客户，对初次合作及规模较小的客户，销售和采购一般采取款到发货或货到收款的模式。

农产品

农产品板块运营主体以厦门建发农产品有限公司、厦门建发原材料贸易有限公司（以下简称“建发原材料”）及建发股份本部为主，主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进口及内贸业务，其中占比较大的为饲料原料。

目前，建发股份主要通过进口采购，结算方式主要通过信用证的方式结算，供应商主要有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。

（2）房地产业务

近年来建发房地产新获土地储备逐年波动增加，扩张明显，但建发房地产开工力度加大，土地储备略有不足；土地储备在二线和三线城市分布均衡，珠海等热门城市的部分地块楼面价偏高，未来利润率可能受到影响。建发房地产根据销售情况加大开工力度，在建项目体量较大；目前在开发项目主要分布在二、三线城市，存在一定的资金支出压力。近年来建发房地产销售面积和金额持续增长，签约销售均价随二线城市项目占比增加而逐年上升。

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。

土地储备方面，截至 2020 年 3 月底，建发房地产尚未开发的土地储备规划计容建筑面积 300.34 万平方米，其中，一线城市占 6.45%，二线城市占 59.43%，三线及以下城市占 34.13%，根据建发房地产 2019 年开工面积情况来看，土地储备略有不足，存在补库存需求。建发房地产总土地储备价款 341.02 亿元，已付土地出让金 238.54 亿元，剩余未付 102.48 亿元（权益待支付土地出让金 91.60 亿元）。建发房地产土地储备一、二线和三线及以下城市均有分布，二线城市占比相对较高，尚余一定规模的土地出让金待支付。建发房地产珠海等热门城市的部分地块楼面价偏高，未来利

润率可能受到影响。

2017－2019 年，建发房地产新开工面积波动上升，主要系建发房地产根据销售情况把控开工进度所致；竣工面积波动增长。截至 2019 年底，建发房地产期末在建面积 1,127.92 万平方米。2020 年 1－3 月，建发房地产开工面积 118.22 万平方米，当期无竣工面积，当期结转主要为 2019 年度竣工项目；截至 2020 年 3 月底，建发房地产期末在建面积合计 1,244.18 万平方米。

截至 2020 年 3 月底，建发房地产在建房地产开发项目 89 个，总可售面积 1,249.45 万平方米，分区域来看，一线城市可售面积占 6.10%、二线城市可售面积占 52.96%、三线及以下城市可售面积占 40.95%。截至 2020 年 3 月底，建发房地产在建项目投资总额 1,988.98 亿元，已完成投资 1,474.18 亿元，尚需投资 514.80 亿元。建发房地产在建项目主要分布在二线和三线及以下城市，二线占比相对较高。按权益比例计算，截至 2020 年 3 月底，建发房地产尚需支出投资 349.38 亿元，同时考虑到建发房地产有补库存需求以及一级开发尚需投入资金，未来有一定的资金支出压力。

2017－2019 年，随着建发房地产可售货值增加，建发房地产签约销售面积和金额持续增长，签约销售面积年均复合增长 67.70%，签约销售金额年均复合增长 89.57%。签约销售均价随着建发房地产加大一、二线城市布局及销售影响逐年上升，主要系三线城市项目销售占比逐年减少所致。

截至 2020 年 3 月底，建发房地产在售项目总可售面积 2,677.03 万平方米，累计签约销售面积 1,486.89 万平方米，去化率 55.54%，其中，无锡、太仓、杭州、合肥、深圳、宁德、建瓯、连江、莆田、南宁、上海等地因项目未全部开盘，故整体销售比例较低。福州、武汉、珠海、广州等地销售去化较低，主要系市场限价、限备案等原因导致。截至 2020 年 3 月底，建发房地产项目剩余待售面积 1,190.15 万平方米，按照建发房地产 2019 年销售情况来看，目前总可售面积可满足建发房地产 2 年左右销售，建发房地产未来存在一定补库存需求。

3．建发集团财务分析

建发集团提供的 2018－2019 年报由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。建发集团提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。建发集团财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）编制。

从合并范围上看，2019 年，建发集团非同一控制下企业合并 3 家，新设子公司 40 家，处置子公司 13 家，注销子公司 1 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 2019 年末，建发集团合并资产总额 3,413.45 亿元，负债合计 2,447.33 亿元，所有者权益 966.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益 518.05 亿元。2019 年，建发集团实现营业收入 3,396.90 亿元，净利润 86.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 46.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额 115.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 115.03 亿元。

截至 2020 年 3 月末，建发集团合并资产总额 3,764.42 亿元，负债合计 2,832.54 亿元，所有者权益 931.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益 500.64 亿元。2020 年 1－3 月，建发集团实现营业收入 691.24 亿元，净利润 20.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 12.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额-159.13 亿元，现金及现金等价物净增加额 68.54 亿元。

（1）资产质量

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

截至 2019 年末，建发集团合并资产总额 3,413.45 亿元，较年初增长 35.06%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 83.28%，非流动资产占 16.72%，建发集团资产以流动资产为主。

截至 2019 年末，建发集团流动资产 2,842.88 亿元，较年初增长 39.58%，主要系存货增加所致。建发集团流动资产主要由货币资金（占 13.71%）、预付款项（占 5.83%）、其他应收款（占 9.81%）和存货（占 61.04%）构成。

截至 2019 年末，建发集团货币资金 389.79 亿元，较年初增长 49.56%，主要系取得借款收到现金增加所致。货币资金中受限 62.05 亿元，占货币资金的 15.92%，受限比例一般；受限资金为不能随时用于支付的银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等。

截至 2019 年末，建发集团预付款项 165.81 亿元，较年初增长 70.09%，建发集团预付款项主要为预付造船款。

截至 2019 年末，建发集团其他应收款 278.93 亿元，较年初增长 119.58%，主要系往来款增加所致。其他应收款计提坏账准备 5.22 亿元，计提比例 1.88%；其他应收款期末余额前五名占 41.08%，集中度尚可。

截至 2019 年末，建发集团存货 1,735.30 亿元，较年初增长 28.00%，主要系房地产新增项目较多，开发成本增加所致。截至 2019 年末，建发集团共计提存货跌价准备 14.02 亿元，计提比例 0.80%，其中对库存商品计提 3.86 亿元，对开发产品计提 2.44 亿元，对开发成本计提 7.72 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。

截至 2019 年末，建发集团非流动资产 570.56 亿元，较年初增长 16.30%，建发集团非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.72%）、长期应收款（占 5.64%）、长期股权投资（占 28.56%）、投资性房地产（占 16.12%）、固定资产（占 17.84%）和递延所得税资产（占 8.88%）构成。

截至 2019 年末，建发集团可供出售金融资产 55.46 亿元，较年初增长 39.48%，主要系对外投资增加所致。可供出售金融资产中按公允价值计量的合计 6.58 亿元，按成本计量的合计 48.88 亿元。2019 年可供出售金融资产实现投资收益 0.28 亿元。

截至 2019 年末，建发集团长期应收款 32.21 亿元，较年初下降 11.53%，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 2019 年末，建发集团长期股权投资 162.98 亿元，较年初增长 28.41%，主要系对联营企业增加投资所致。2019 年权益法核算的长期股权投资收益为 9.51 亿元。

截至 2019 年末，建发集团投资性房地产 91.98 亿元，较年初增长 0.48%，较年初变化不大。投资性房地产按成本法计量，存在一定升值空间。

截至 2019 年末，建发集团固定资产 101.78 亿元，较年初增长 12.66%，主要系房屋及建筑物增加所致。固定资产账面原值 138.06 亿元，主要由房屋及建筑物（占 84.24%）构成。固定资产累计计提折旧 36.26 亿元，成新率较高，为 73.74%。

截至 2019 年末，建发集团递延所得税资产 50.64 亿元，较年初增长 20.48%，主要系预收款项造成的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2019 年末，建发集团受限资产合计 556.44 亿元，占总资产的 16.30%，占比不大。

截至 2020 年 3 月末，建发集团合并资产总额 3,764.42 亿元，较年初增长 10.28%，主要系流

动资产增长所致。其中，流动资产占 84.78%，非流动资产占 15.22%。资产结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，建发集团流动资产 3,191.29 亿元，较年初增长 12.26%，主要系存货增加所致。截至 2020 年 3 月末，建发集团非流动资产 573.13 亿元，较年初增长 0.45%，较年初变化不大。

（2）负债和所有者权益

随着建发集团业务不断扩大，债务规模有所增长；建发集团债务结构以长期债务为主，债务负担不重。2019 年，建发集团所有者权益有所增长，但少数股东权益和其他权益工具占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，建发集团负债总额 2,447.33 亿元，较年初增长 39.76%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 70.98%，非流动负债占 29.02%。建发集团负债以流动负债为主。

截至 2019 年末，建发集团流动负债 1,737.14 亿元，较年初增长 46.31%，主要系流动负债增加所致。建发集团流动负债主要由应付票据（占 7.52%）、应付账款（占 15.36%）、其他应付款（占 12.48%）、预收款项（占 46.82%）和一年内到期的非流动负债（占 8.64%）构成。

截至 2019 年末，建发集团应付票据 130.61 亿元，较年初增长 64.22%，主要系商业承兑汇票增加所致。

截至 2019 年末，建发集团应付账款 266.89 亿元，较年初增长 74.59%，主要系应付货款和应付开发成本款增加所致。应付账款主要由应付货款（占 43.26%）和应付开发成本款（占 52.72%）构成。

截至 2019 年末，建发集团预收款项 813.39 亿元，较年初增长 65.10%，主要系预收购房款增加所致。

截至 2019 年末，建发集团其他应付款 216.77 亿元，较年初增长 11.64%，主要系房地产业务应收合作方资金往来款增加所致。

截至 2019 年末，建发集团一年内到期的非流动负债 150.04 亿元，较年初增长 24.77%，主要系一年内到期的长期应付款增加所致。

截至 2019 年末，建发集团非流动负债 710.19 亿元，较年初增长 25.97%，主要系长期借款增加所致。建发集团非流动负债主要由长期借款（占 52.13%）和应付债券（占 39.12%）构成。

截至 2019 年末，建发集团长期借款 370.23 亿元，较年初增长 51.38%，主要系业务规模扩大融资增加所致；长期借款主要由抵押借款和保证借款构成。

截至 2019 年末，建发集团应付债券 277.81 亿元，较年初增长 17.06%，主要系建发集团新增发行中期票据、公司债券所致。

截至 2019 年末，建发集团全部债务 1,056.31 亿元，较年初增长 27.37%，主要系建发集团新增发行中期票据、公司债券所致。其中，短期债务占 33.99%，长期债务占 66.01%，以长期债务为主。短期债务 359.06 亿元，长期债务 697.24 亿元。2018－2019 年，建发集团资产负债率分别为 69.28%和 71.70%，有所增长；全部债务资本化比率分别为 51.65%和 52.23%，小幅增长；长期债务资本化比率分别为 41.61%和 41.92%，变化不大。整体看，建发集团债务负担不重。

如将永续债调入长期债务，截至 2019 年末，建发集团全部债务增至 1,323.78 亿元。其中，短期债务 359.06 亿元（占 27.12%），长期债务 964.72 亿元（占 72.88%）。截至 2019 年末，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 79.53%、65.46%和 58.00%，较调整前分别上升 7.84 个百分点、13.23 个百分点和 16.08 个百分点。债务负担明显加重，但仍属于可控水平。

截至 2020 年 3 月末，建发集团负债总额 2,832.54 亿元，较年初增长 15.74%，主要系流动负

债增加所致。其中，流动负债占 71.13%，非流动负债占 28.87%。建发集团以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至2020年3月末，建发集团全部债务1,322.11亿元，较年初增长25.16%。其中，短期债务 518.48 亿元（占 39.22%），长期债务 803.63 亿元（占 60.78%）。截至 2020 年 3 月末，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 75.24%、58.66%和 46.30%，较年初分别提高 3.55 个百分点、提高 6.43 个百分点和提高 4.39 个百分点，债务负担增加，但仍处于可控水平。

截至 2019 年末，建发集团所有者权益为 966.12 亿元，较年初增长 24.45%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 53.62%，少数股东权益占比为 46.38%。归属于母公司所有者权益 518.05 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 13.03%、4.54%、0.92%和 26.08%，其他权益工具占比较高，建发集团所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 931.88 亿元，较年初下降 3.54%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 53.72%，少数股东权益占比为 46.28%。归属于母公司所有者权益 500.64 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 13.48%、4.84%、1.65%和 29.31%。所有者权益结构稳定性一般。

（3）盈利能力

建发集团收入规模不断扩大，期间费用控制能力较强，但盈利能力一般，投资收益对利润水平影响较大，且可持续性一般。

2019 年，随着供应链业务规模的扩大和房地产业务销售收入的增长，建发集团营业收入有所增长，实现营业收入 3,396.90 亿元，较年初增长 20.19%；净利润 86.82 亿元，较年初增长 6.99%。

从期间费用看，2019 年，建发集团期间费用总额为 111.02 亿元，较上年增长 6.00%，主要系销售费用增加所致。从构成看，建发集团销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 72.99%、13.85%、0.12%和 13.04%，以销售费用为主。其中，销售费用为 81.04 亿元，较上年增长 23.15%，主要系港杂运杂费及职工薪酬增加所致；管理费用为 15.37 亿元，较上年增长 6.97%，主要系办公费增加所致；研发费用为 0.13 亿元，较上年增长 40.27%；财务费用为 14.48 亿元，较上年下降 40.83%，主要系利息资本化增加所致。2018－2019 年，建发集团费用收入比分别为 3.71%和 3.27%，建发集团费用控制能力较强。

投资收益方面，2019 年，建发集团投资收益占当期营业利润比率为 18.89%，营业利润对投资收益依赖程度较大，投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益，可持续性一般。

从盈利指标看，2019 年，建发集团营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所下降。其中，营业利润率由上年的 7.24%下降为 6.23%；总资本收益率由上年的 6.91%下降为 5.75%；总资产报酬率由上年的 5.86%下降为 4.57%；建发集团净资产收益率由上年的 11.38%下降为 9.97%。建发集团各盈利指标一般。

（4）现金流

2019 年，建发集团经营活动持续净流入，投资活动现金流有所波动，筹资活动现金流由净流出转为净流入，建发集团仍存在一定的筹资需求。

从经营活动来看，2019年，随着供应链业务和房地产业务的增长，建发集团经营活动现金流入4,447.04亿元，较上年增长36.42%；经营活动现金流出4,332.00亿元，较上年增长34.76%。2019年，建发集团经营活动现金净流入115.04亿元，较上年增长153.69%。2019年，建发集团现金收入比为117.22%，较上年提高7.06个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2019年，建发集团投资活动现金流入263.68亿元，较上年下降46.16%，主要系收回投资规模下降所致；投资活动现金流出402.67亿元，较上年下降8.99%，主要系对外投资力度加大所致。2019年，建发集团投资活动现金净流出138.99亿元，由上年净流入转为净流出。

从筹资活动来看，随着业务规模扩大，建发集团筹资需求快速上升。2019年，建发集团筹资活动现金流入1,372.26亿元，较上年增长45.97%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出1,234.79亿元，较上年增长26.71%，主要系偿还债务增加所致。2019年，建发集团筹资活动现金净流入137.47亿元，较上年净流出转为净流入。

（5）偿债能力

建发集团短期偿债能力尚可，长期偿债能力指标一般，但考虑到建发集团作为地方大型国有企业，股东实力雄厚，经营规模和资产规模大，偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，建发集团流动比率与速动比率分别由年初的 1.72 倍和 0.57 倍分别下降至 1.64 倍和提高至 0.64 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2019 年末，建发集团现金短期债务比由年初的 0.95 倍提高至 1.11 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，建发集团短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，建发集团 EBITDA 为 148.63 亿元，较上年增长 0.38%。从构成看，建发集团 EBITDA 由折旧（占 5.38%）、计入财务费用的利息支出（占 11.71%）、利润总额（占 79.70%）构成。2019 年，建发集团 EBITDA 利息倍数由上年的 2.86 倍提高至 2.94 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；建发集团 EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍下降至 0.14 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，建发集团长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年末，建发集团对外担保金额为 443.66 亿元，其中为商品房承购人提供的阶段性担保金额为 408.84 亿元，为其他企业提供担保的金额为 34.82 亿元，对外担保金额占建发集团合并净资产的比例为 45.92%。

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 2020 年 4 月 1 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 2020 年 3 月末，建发集团在多家银行获得授信总额度为 2,439.32 亿元，已使用额度 844.61 亿元，间接融资渠道畅通。

4．担保效果评价

建发集团 2019 年 EBITDA 为 148.63 亿元，对“15 联发 02”“19 联发 01”和“19 联发 02”债券待偿本金（40.00 亿元）的覆盖倍数为 3.72 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”“19 联发 01”和“19 联发 02”债券待偿本金（40.00 亿元）的覆盖倍数为 81.50 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”“19 联发 01”和“19 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。公司股东支持力度较大，投资性房地产区位优势明显，债务结构合理。同时，

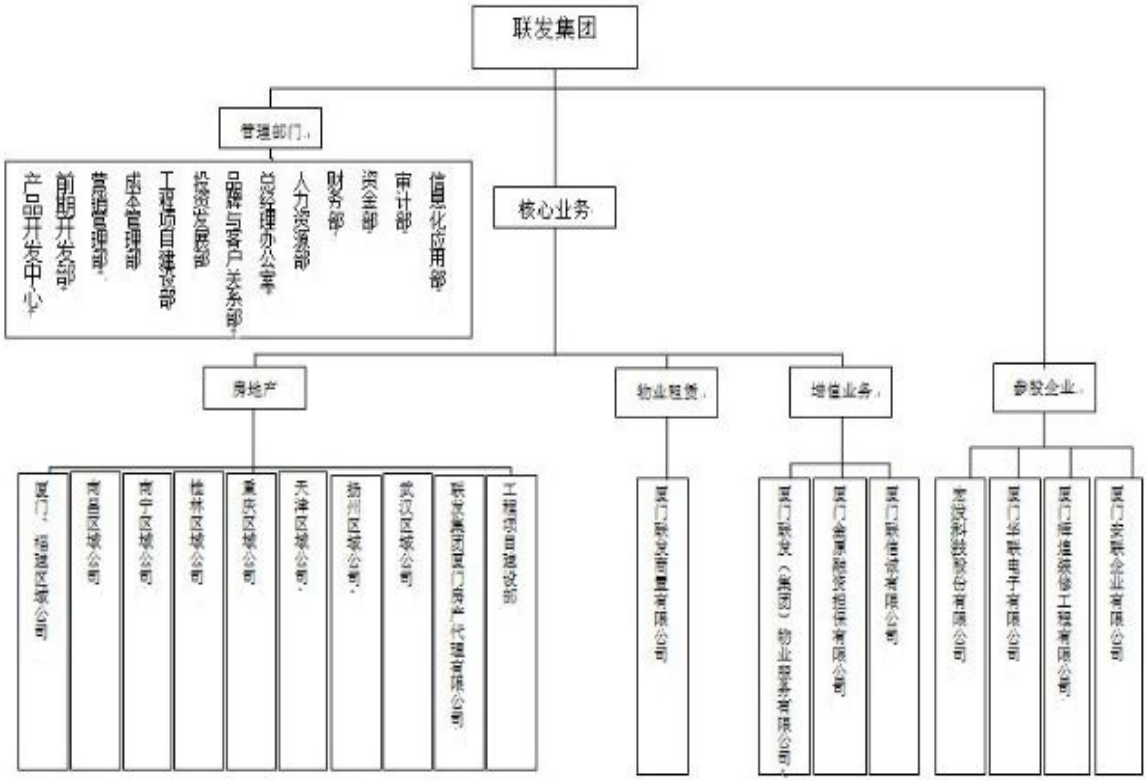
联合评级也关注到公司有一定补库存需求，存在一定的资金支出压力，公司 2019 年签约销售规模出现下滑，经营性现金流持续净流出，部分项目去化难度上升，债务负担上升较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的持续销售，公司房产销售收入和盈利水平有望进一步提升。

建发集团为“15联发02”“19联发01”和“19联发02”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实际控制的大型国有企业，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”“19联发01”和“19联发02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　联发集团有限公司
组织结构图



附件2 联发集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	496.75	669.10	835.72	906.64
所有者权益（亿元）	119.51	154.54	168.02	164.54
短期债务（亿元）	57.05	47.68	62.10	67.50
长期债务（亿元）	111.41	125.96	199.89	258.81
全部债务（亿元）	168.46	173.64	261.99	326.30
营业收入（亿元）	128.75	187.25	205.56	23.46
净利润（亿元）	12.39	20.73	16.25	1.12
EBITDA（亿元）	19.42	32.26	25.99	--
经营性净现金流（亿元）	-34.91	-6.79	-67.23	-29.95
流动资产周转次数（次）	0.36	0.36	0.30	--
存货周转次数（次）	0.41	0.36	0.32	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.32	0.27	--
总资本收益率（%）	5.64	7.50	4.81	--
总资产报酬率（%）	4.49	5.36	3.29	--
净资产收益率（%）	12.47	15.13	10.08	--
营业利润率（%）	16.38	20.92	14.22	10.08
费用收入比（%）	5.34	4.36	4.33	5.93
资产负债率（%）	75.94	76.90	79.90	81.85
全部债务资本化比率（%）	58.50	52.91	60.93	66.48
长期债务资本化比率（%）	48.25	44.90	54.33	61.13
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	2.92	2.11	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.19	0.10	--
流动比率（倍）	1.63	1.56	1.63	1.72
速动比率（倍）	0.52	0.39	0.41	0.47
现金短期债务比（倍）	1.22	1.74	1.60	1.75
经营现金流动负债比率（%）	-13.19	-1.75	-14.40	-6.22
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.49	0.81	0.65	--

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；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2020 年一季报未经审计，相关指标未予年化；3. 公司其他流动负债计入短期债务，其他非流动负债和长期应付款计入长期债务

附件3 厦门建发集团有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	2,102.08	2,527.37	3,413.45	3,764.42
所有者权益（亿元）	649.56	776.31	966.12	931.88
短期债务（亿元）	244.12	276.12	359.06	518.48
长期债务（亿元）	569.69	553.22	697.24	803.63
全部债务（亿元）	813.81	829.34	1,056.31	1,322.11
营业收入（亿元）	2,202.53	2,826.21	3,396.90	691.24
净利润（亿元）	44.19	81.15	86.82	20.50
EBITDA（亿元）	93.21	148.07	148.63	--
经营性净现金流（亿元）	-191.24	45.35	115.04	-159.13
应收账款周转次数（次）	61.79	52.04	36.40	--
存货周转次数（次）	2.74	2.31	2.03	--
总资产周转次数（次）	1.22	1.22	1.14	--
现金收入比率（%）	109.48	110.16	117.22	128.56
总资本收益率（%）	5.20	6.91	5.75	--
总资产报酬率（%）	4.53	5.86	4.57	--
净资产收益率（%）	7.96	11.38	9.97	--
营业利润率（%）	5.82	7.24	6.23	6.56
费用收入比（%）	3.80	3.71	3.27	2.51
资产负债率（%）	69.10	69.28	71.70	75.24
全部债务资本化比率（%）	55.61	51.65	52.23	58.66
长期债务资本化比率（%）	46.72	41.61	41.92	46.30
EBITDA 利息倍数（倍）	2.71	2.86	2.94	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.18	0.14	--
流动比率（倍）	1.81	1.72	1.64	1.58
速动比率（倍）	0.83	0.57	0.64	0.63
现金短期债务比（倍）	0.87	0.95	1.11	0.89
经营现金流动负债比率（%）	-21.73	3.82	6.62	-7.90

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；除特别说明外，均指人民币；2. 建发集团 2019 年一季报未经审计，相关指标未予年化；3. 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+销售费用+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。