

信用等级公告

联合〔2020〕1169号

联发集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对联发集团有限公司主体长期信用状况和拟 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券进行综合分析和评估，确定：

联发集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

联发集团有限公司拟 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二〇二〇年六月五日

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

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
本次发行规模：不超过 20.00 亿元（含）
本次债券期限：不超过 7 年
担保方：厦门建发集团有限公司
担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式：每年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 6 月 5 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/本次发债额度（倍）	0.97	1.61	1.30	--

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 年一季度未经审计，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. 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；5. 担保方 2017 年及 2018 年财务数据采用 2018 年及 2019 年年初数据

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）的评级反映了公司作为厦门市国资委旗下的房地产开发公司，在股东背景、开发经验、品牌知名度等方面具有一定优势。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，部分项目存在去化压力，债务负担较重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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，建发集团是厦门市大型国有企业，其资产和权益规模较大，整体运营状况良好。建发集团的担保实力极强，其担保对于本次公司债券信用水平具有显著的积极影响。

基于对公司主体长期信用状况及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

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，业务呈多元化发展，收入规模不断扩大，整体运营状况良好，其担保对本次债券的信用水平有显著积极影响。

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. 公司销售业绩波动明显。近三年，公司销售业绩波动明显，2019 年公司签约销售规模下滑。

3. 需关注三线及以下城市项目去化风险。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，债务负担较重；经营性现金流持续净流出。近年来公司债务规模持续增长，债务负担较重；近年来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

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效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

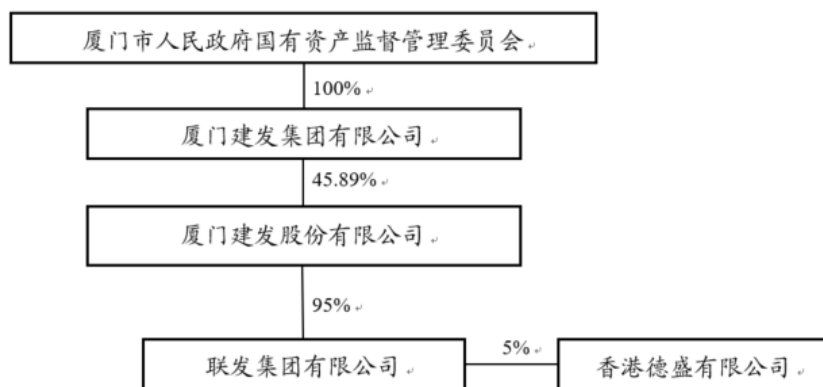
一、主体概况

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。

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

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

截至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、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“联发集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券”，发行规模为不超过人民币 20.00 亿元（含），债券票面金额为人民币 100 元，按面值发行。本次债券期限为不超过 7 年，票面年利率由公司和主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）作为担保人提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券发行募集资金全部用于置换前期公司债券。

三、行业分析

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

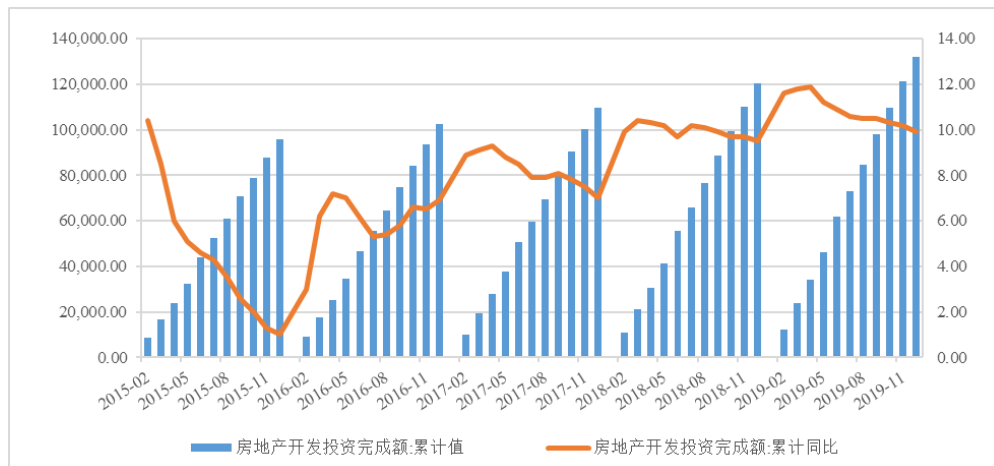
1. 行业概况

房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速在 2017 年后均保持高位，但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,580.61 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.88 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 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。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。

图 2 2015—2019 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2. 市场供需

（1）土地供应状况

2017 年，受土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018 年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

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

根据中指数据统计的全国 300 个城市土地市场数据，2017 年，全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米，同比增长 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增长 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增长 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

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

2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线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。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长 28% 和 18%，溢价率较上年同期增加 1 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

表 1 2017—2019 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
推出面积	111,907	128,440	129,816
同比	8	20	1
成交面积	95,036	105,492	106,568
同比	8	14	-1
出让金	40,623	41,773	50,294
同比	38	2	19
楼面均价	2,374	2,159	2,507
同比	26	-11	17
土地平均溢价率	29	13	13
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。

2016 年宽松信贷政策后，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,241.76 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；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。

2019 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 4 月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019 年 5 月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.60%，增速较上年提高 1.20 个百分点。其中国内贷款资金同比增长 5.10%，自 2019 年 8 月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长 4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长 10.70%和 15.10%，增速较前 11 月有所回升。

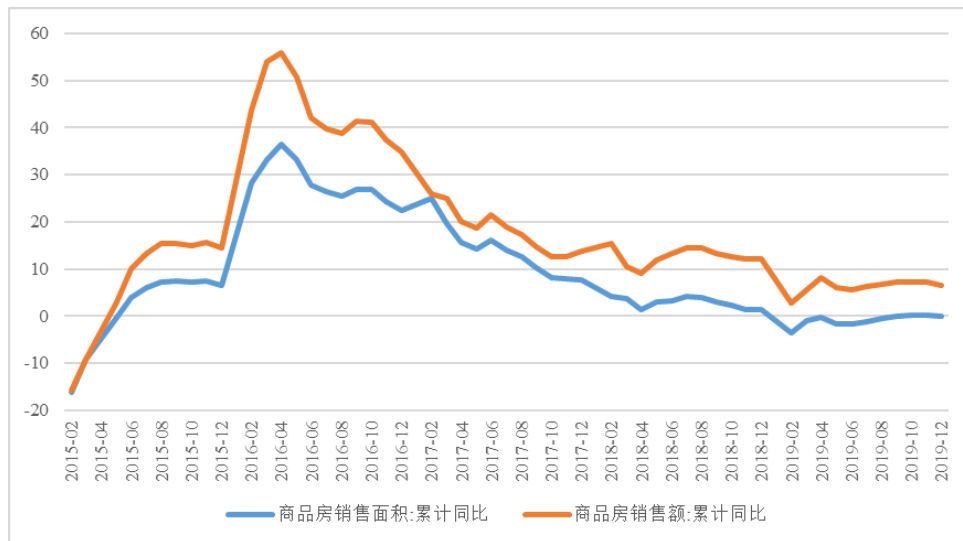
（3）市场供需情况

2017 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布；2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑，一、二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019 年，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,407.82 万平方米，同比增长

7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,483.73 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486.41 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923.00 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

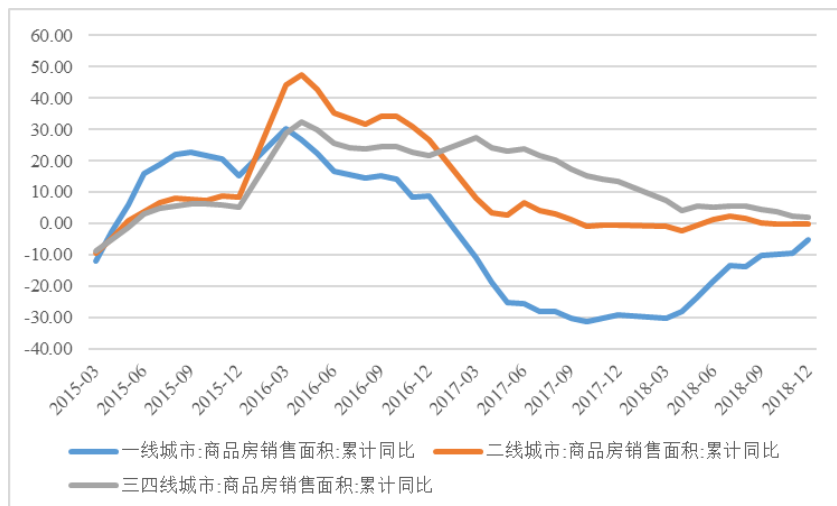
图 3 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

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，房地产销售面积及销售金额同比增速处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下滑 6.40 个百分点；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下滑 1.50 个百分点。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 年末减少 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 年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 4 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一、二线数据进行模拟代替
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019 年，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，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；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，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

（4）销售价格情况

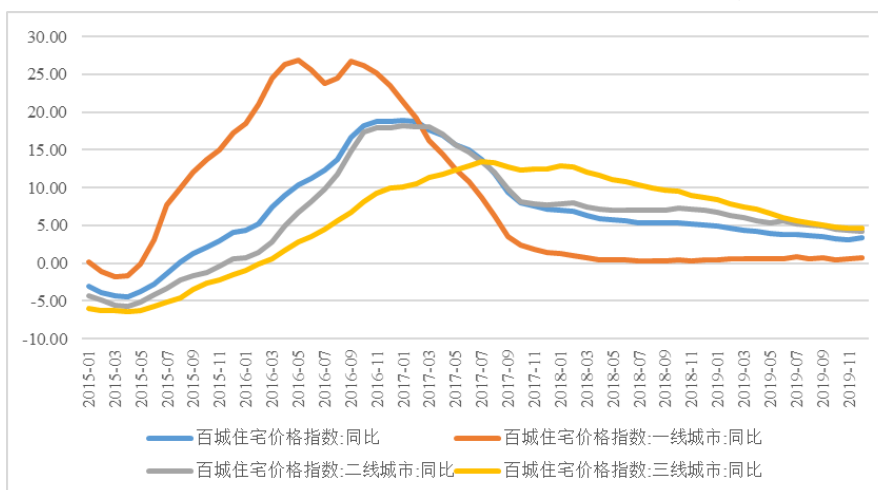
2017 年和 2018 年，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二、三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

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，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

图 5 2015 - 2019 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 联合评级整理

3. 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。

2017 年,房地产市场集中度继续提高,前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.16%和 32.46%,分别较上年提高 5.44 和 7.23 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 2.84 和 3.82 个百分点,从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年,前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%;前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%,集中度继续提升。2019 年,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。

表 2 2017 - 2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况 (单位: %)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源: Wind, 联合评级整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中,龙头企业在竞争中占据明显优势。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况,碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元,其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元;保利发展、绿地控股、中海地产迈入 3,000 亿元门槛;新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入 2,000 亿元阵营,另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿,再次呈现强者恒强局面。

表 3 2020 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利发展

2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

4. 行业政策

2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。2020年一季度，国家坚持“房住不炒”定位，地方因城施策较灵活。

2016年下半年，全国房地产市场继续升温，为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。一方面，预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017年3月	2017年3月以来，全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017年4月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“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”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因

	城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”
2019 年 5 月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23 号），严查房地产违规融资
2019 年 7 月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019 年 8 月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64 号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019 年 12 月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020 年 3 月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限 1 年

资料来源：联合评级搜集整理

2017 年 10 月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。2017 年 12 月，中央经济工作会议指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”。2017 年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

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”。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”。临近 2018 年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

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”。针对 2019 年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在 4 月和 7 月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在 2019 年 5 月和 8 月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019 年 12 月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

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 16 日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不

炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。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。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。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。

5. 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，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。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，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。

中小房地产开发企业面临被整合风险

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，面临被大型房地产开发企业收购整合风险。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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

房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发

的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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

转变盈利模式，提升经营收益

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

7. 厦门市区域经济环境

联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，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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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。

公司是一家以房地产开发与销售、物业租赁为主业的房地产运营商，经过 30 多年的发展，项

目开发区域已覆盖厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、鄂州和漳州等二三线重要城市。公司在厦门、桂林、南昌等地已成为区域性知名地产品牌。

公司拥有房地产开发一级资质，先后开发了“联发·紫薇花园”“联发·云海山庄”“联发·君澜天地”“联发·君悦朝阳”“联发·尚品”“联发·嘉园”“联发·九都府”“联发·滨海琴墅”“联发·君悦华府”“联发·欣悦华庭”等多个项目。公司成立至今获得了较多的荣誉，主要有：全国优秀外商投资企业、福建企业 100 强、福建省地税百强、厦门市 AAA 级资信企业、“中国诚信地产品牌” 200 强、厦门特区建设 30 年功勋企业、全国履行社会责任贡献突出的外商投资企业。公司在克而瑞发布的 2019 中国房地产企业销售排行榜权益净额位列第 71 名。截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建项目规划建筑面积达 1,165.24 万平方米。

2. 人员素质

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

截至 2020 年 3 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 12 名，公司高管人员均具有相关行业从业经验或管理经验，部分高管人员在公司任职时间较长，整体行业或管理经验丰富。

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

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

截至 2019 年底，公司共有在职员工 4,196 人。从学历构成看，公司本科及以上学历者占 34.80%，大专学历者占 25.79%，大专以下学历者占 39.42%；从岗位构成看，管理人员占 10.99%，财务人员占 4.41%，业务人员占 26.93%，技术人员占 9.22%，行政及基层员工占 48.45%；从年龄构成看，公司 50 岁以上占比 10.99%，30~50 岁占比 57.05%，30 岁以下占比 31.96%。

3. 股东支持

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

公司控股股东建发股份为股份制上市公司（股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH），截至 2020 年 3 月底，建发集团持股 45.89%。厦门国资委持有建发集团 100% 股权，为建发股份实际控制人。

建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业。建发股份拥有两家房地产公司，分别为联发集团和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”，注册资本 200,000 万元，建发股份持股 54.65%）。

公司目前公开市场债务融资由建发股份及建发集团提供担保，2017—2019 年底，公司其他应付款中分别含从建发股份的拆入款项 2.84 亿元、12.80 亿元和 29.02 亿元。股东对其支持力度较大。

截至 2019 年底，建发股份合并资产总额 2,953.99 亿元，所有者权益合计 661.04 亿元（含少数股东权益 352.15 亿元）；2019 年建发股份实现营业收入 3,372.39 亿元，利润总额 110.55 亿元。

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构较完善，整体运行情况良好。

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

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

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

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

2. 管理体制

公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

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

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

财务与会计控制方面，公司实行统一的财务管理和会计核算制度。公司制订了《财务管理制度》和《资金管理制度》，涵盖会计核算管理、预算管理、资金管理、费用管理、投资管理、资产管理、税务管理、财产投保管理和财务印鉴管理等方面。在会计核算方面，通过财务管理制度中对各业务部门（企业）具体核算办法的规定，提高账务处理准确性和规范性，确保会计信息质量；在财务预算方面，公司实行全面的预算管理，预算内容包括经营收入、成本费用、房产开发计划、利润及资金收支等。公司严控预算外支出，各项预算均需有详实的编制依据，预算执行结果与业绩考核等挂钩。在资金管理方面，公司实行严格的付款审批程序，严格限制对外借款，各类款项支付均需履行相应的签字审批程序；公司严格控制银行账户的开立和撤销，各所属公司银行账户的开立均需由公司资金部审核后报公司分管领导审批；公司严格控制外部融资，各所属公

司外部融资事项均需报经集团公司同意；公司还通过对各所属房地产公司月度的《资金收支计划表》审批，以及《资金收支计划执行情况表》月报的报送等途径及时掌握和监控所属房地产公司的资金动态。在资产管理方面，公司在《固定资产管理规定》和《财务管理制度》中分别规定了固定资产和存货的管理，明确固定资产购置和处理的审批权限、日常管理；公司定期对各项实物资产进行盘点，确保账实相符、各项资产得到有效利用；并规范了公司财产投保的管理；在财务报告方面，公司建立了较完整的财务报告体系，每月编制财务报表和财务分析报告，各项财务报告均安排有相应人员进行复核。

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

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

六、经营分析

1. 经营概况

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。受益于房地产板块结转收入及供应链运营业务的持续增长，公司营业收入快速增长；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波动；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。

2017—2019年，公司营业收入年均复合增长26.36%，主要系近年公司房地产结转项目稳步增长以及供应链业务收入持续提升所致。

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，2017—2019年，房地产开发业务收入占比均超过80.00%。2017—2019年，公司房地产开发业务收入复合增长21.88%，主要系结转项目规模逐年增加所致；2019年实现收入166.26亿元，同比增长5.89%。2017—2019年，公司供应链运营业务规模逐年扩大，收入随之快速增长，年均复合增长60.63%；2019年实现收入29.62亿元，同比增长38.67%。2017—2019年，公司物业及租赁管理业务收入持续增长，年均复合增长18.70%。公司其他业务主要为房地产上下游增值服务，2017—2019年年均复合增长84.69%。公司其他业务板块主要为融资担保业务，由控股子公司厦门金原融资担保有限公司负责，物业及租赁管理及其他业务规模较小，对公司营业收入影响较小。

2017—2019年，公司综合毛利率波动下降，主要受房地产业务毛利率波动下降影响。2017—2019年，公司房地产开发业务毛利率波动下降，2019年房地产开发业务毛利率下滑较多主要系2018年结转收入中厦门区域毛利率较高的项目占比较高，而2019年厦门区域结转规模很小。公司供应链业务毛利率较低，近三年逐年下降。

表5 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

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. 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,新增土地储备权益建筑面积226.99万平方米,拿地均价5,402元/平方米;2018年,公司共购入土地20块,新增土地储备权益建筑面积213.61万平方米,拿地均价5,735元/平方米;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,拿地均价7,572元/平方米。公司拿地均价逐年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及以下城市为主。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,在新冠疫情影响下其销售速度可能受到一定影响。

表6 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	2.13	2.13	自有资金	10.42	收购	80%	2016.5.20
2	南山项目	重庆	住宅、商业	4.32	4.32	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	5.29	5.29	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	11.92	11.92	自有资金	17.87	招拍挂	100%	2018.7.20
7	君领壹号	漳州	住宅、商业	11.66	11.66	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	12.70	自有资金	8.62	招拍挂	100%	2019.9.10
9	广西社湾P(2019)63号地块	柳州	住宅、商业	8.74	8.74	自有资金	32.52	招拍挂	100%	2019.12.3
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	68.54	--	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

3. 项目开发情况

近年来，公司开工节奏波动较大，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。

公司采用集团公司、项目公司的两层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由项目公司完成，公司对项目公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围子公司数量 142 家，其中项目公司 92 家。

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。

从项目开发数据来看，2018 年公司开工力度较大，新开工面积同比大幅提升，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，房屋竣工面积同比下降 8.21%。在上述因素共同影响下，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 7 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 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 8 截至 2020 年 3 月底公司在建及拟建地产项目基本情况（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	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	21.4	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、 办公	鄂州	27.99	21.00	4.10	16.90	--	未取证
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	17.9	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

4. 房产销售情况

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。

2017—2019 年，公司协议销售面积波动增长 2.53%。其中，2018 年公司协议销售金额大幅增长，主要系公司当年开工力度加大，供货充足所致；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。2017—2019 年，公司房屋销售均价变动不大，2019 年为 1.08 万元/平方米；在上述因素共同影响下，公司近三年协议销售金额波动增长 2.80%。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。

2017—2019 年，公司结转销售面积和结转收入均持续提升。其中，结转面积年均复合增长 14.89%，结转收入年均复合增长 21.88%。2020 年 1—3 月结转收入 8.91 亿元，结转面积 8.29 万平方米。

表 9 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月商品房销售情况

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 10 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
赣州	41.15	35.63	5.52	86.59
桂林	104.10	85.43	18.66	82.07
杭州	15.87	9.70	6.17	61.12
江门	22.54	3.57	18.97	15.82
九江	86.70	63.99	22.71	73.81
柳州	85.63	77.57	8.06	90.59
南昌	48.46	42.93	5.53	88.60
南宁	126.74	112.33	14.41	88.63

莆田	68.02	40.62	27.40	59.72
泉州	65.80	44.76	21.04	68.02
厦门	37.38	31.73	5.65	84.90
苏州	15.04	8.21	6.83	54.60
天津	103.38	81.44	21.94	78.78
武汉	19.30	16.07	3.23	83.26
扬州	34.75	34.39	0.36	98.95
漳州	55.45	42.58	12.87	76.78
镇江	11.63	0.00	11.63	0.00
重庆	188.30	100.02	88.27	53.12
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

5. 物业及租赁管理业务

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。2017—2019 年，公司物业租赁及管理业务收入持续提升，分别为 4.28 亿元、4.99 亿元和 6.03 亿元；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 11 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

6. 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。2017—2019年，公司供应链运营业务收入分别为11.48亿元、21.36亿元和29.62亿元，持续提升。2020年1—3月，公司供应链运营业务收入12.41亿元。

7. 经营效率

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

2017—2019年，公司流动资产周转次数分别为0.36次、0.36次和0.30次；随着存货快速增加，货周转次数持续下降，三年分别为0.41次、0.36次和0.33次；总资产周转次数波动下降，分别为0.31次、0.32次和0.27次。从同行业对比情况来看，公司经营效率处于中上水平。

表 12 2019 年房地产开发类公司经营效率指标对比情况（单位：次）

证券简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
金科地产	0.26	0.27	0.25
上实发展	0.25	0.27	0.23
荣盛发展	0.33	0.32	0.29
联发地产	0.33	0.30	0.27

注：公司数据由联合评级计算，其他公司数据引自Wind。联合评级与Wind的计算口径存在少许差异

资料来源：Wind

8. 经营关注

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。

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。

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。

9. 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成长及运营扩张，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2018年度财务报告，上述财务报告经致同会计师事务所（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）加入容诚会计师事务所（特殊普通合伙），为保持审计工作的连续性，公司聘任容诚会计师事务所（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，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；2018年，公司通过非同一控制下合并的方式新增子公司4家，新设子公司25家，处置子公司1家，不在纳入合并范围的子公司3家。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

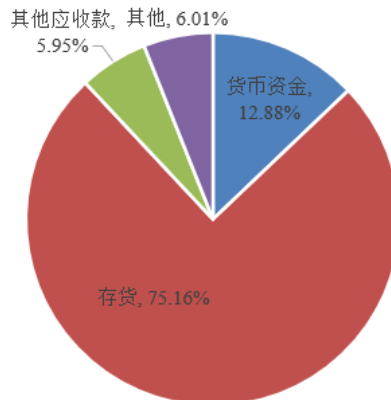
近年来，伴随着房地产业务规模快速扩张，公司存货规模大幅增长，带动资产总额快速增长。资产构成以货币资金和存货为主，存货的变现能力受房地产市场波动影响明显，部分城市项目存在一定的跌价风险；公司有较大规模的投资性房地产，以成本模式进行计量，存在一定的物业升值潜力。

2017—2019年，公司资产总额快速增长，年均复合增长29.71%。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，符合房地产开发企业特征。

（1）流动资产

2017—2019年，公司流动资产快速增长，年均复合增长32.84%，主要系货币资金及存货的增长所致。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。

图 6 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司货币资金快速增长，年均复合增长19.92%。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。

2017—2019年，公司其他应收款不断增长，年均复合增长12.93%。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 13 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
上海铭绿置业有限公司	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	--	--

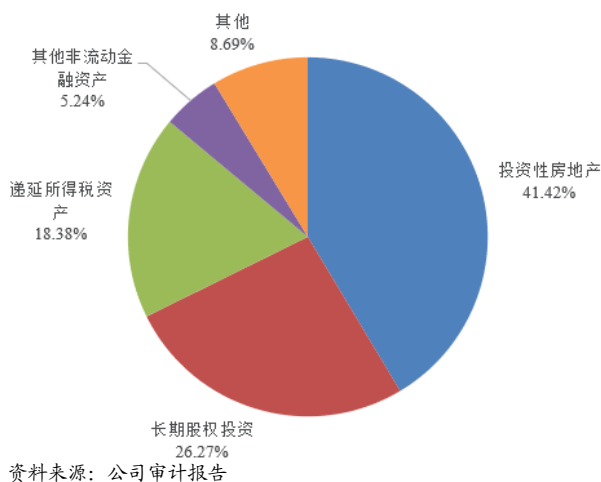
资料来源：公司提供

2017—2019年，公司存货快速增长，年均复合增39.62%。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。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长6.61%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。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。

图 7 截至 2019 年底公司非流动资产构成



公司长期股权投资全部为对联营企业的投资。2017—2019年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长32.04%。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。

2017—2019 年，公司投资性房地产不断增长，年均复合增长 11.16%。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。

2017—2019 年，公司递延所得税资产快速增长，年均复合增长 29.20%。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 14 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

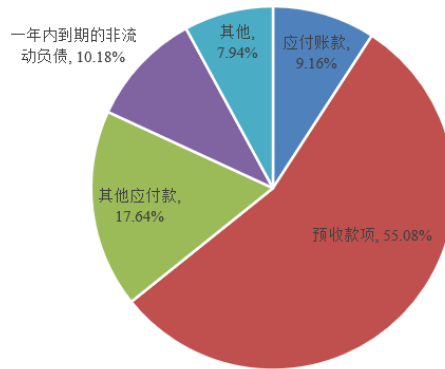
公司债务结构以长期债务为主，符合公司项目建设周期长的特点；公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。

2017—2019 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 33.04%，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。

（1）流动负债

2017—2019 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 32.82%。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。

图 8 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 46.42%，主要系应付开发成本款的增长。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%）。

2017—2019 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 29.30%。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%。

2017—2019 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 111.98%。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%。2017—2019 年底，公司其他应付款中分别含从建发股份的拆入款项 2.84 亿元、12.80 亿元和 29.02 亿元。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 7.60%，截至 2019 年底为 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。

2017—2019 年，公司其他流动负债保持相对稳定，年均复合下降 0.70%。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。

（2）非流动负债

2017—2019 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 33.57%。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%）。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 41.82%。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%）。

2017—2019 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 14.44%。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。2017—2019 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 24.71%。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%。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 75.94%、76.90%和 79.90%，连续上升。全部债务资本化

比率分别为 58.50%、52.91%和 60.93%，波动上升。长期债务资本化比率分别为 48.25%、44.90%和 54.33%，波动上升，公司债务负担较重。如将 15.00 亿元永续债调入长期债务，2017—2019 年，公司全部债务分别为 183.46 亿元、188.64 亿元和 276.99 亿元，年均复合增长 22.87%。偿债指标方面，近三年，公司资产负债率分别为 78.96%、79.14%和 81.69%。全部债务资本化比率分别为 63.71%、57.48%和 64.41%。长期债务资本化比率分别为 54.74%、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务资本化比率分别为 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 15 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

（3）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。

2017—2019 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 18.57%。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—2019 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 32.10%，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），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

近年来，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，利润规模有所波动，整体盈利能力波动下滑，处于一般水平。

2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长26.36%，主要系房地产业务收入的增长导致。2019年，公司实现营业收入205.56亿元，同比增长9.78%，系房地产销售结转收入增长所致。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，2017—2019年，年均复合增长28.75%，2019年发生营业成本167.52亿元，同比增长25.21%。2017—2019年，公司净利润波动增长18.40%，主要系投资收益波动增长所致。

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。2017—2019年，公司期间费用年均复合增长13.77%。期间费用以销售费用为主。近三年，销售费用逐年增长，年均复合增长17.50%；2019年同比增长28.50%，主要系广告宣传费及代理手续费增加所致。2017—2019年，管理费用逐年增长，年均复合增长14.63%，2019年同比增长25.47%，主要系职工薪酬及业务费增加所致。2017—2019年，财务费用波动下降，年均复合下降2.79%，2019年同比下降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，2017—2019年，公司资产减值损失波动增长，分别为1.28亿元、3.47亿元和2.68亿元，2018年增长主要系坏账损失和存货跌价损失增长所致；2019年为存货跌价损失。2017—2019年，公司投资收益波动增长，年均复合增长15.44%，2019年为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，2017—2019年，公司营业利润率分别为16.38%、20.92%和14.22%，波动下降。受公司利润波动下降影响，2017—2019年，公司总资产收益率分别为5.64%、7.50%和4.81%，波动下降。公司总资产报酬率分别为4.49%、5.36%和3.29%，波动下降。公司净资产收益率分别为12.47%、15.13%和10.08%，波动下降。与同行业上市公司相比，公司盈利指标处于一般水平。

表 16 房地产开发类上市公司 2019 年盈利指标（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
金科地产	28.84	3.22	22.46
上实发展	33.74	3.96	7.61
荣盛发展	30.08	5.75	24.49
联发集团	18.51	3.29	10.08

注：表中联发集团指标来自 Wind，与文中联合评级计算口径有一定差异
资料来源：Wind

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 23.46 亿元，同比增长 27.98%；同期公司实现利润总额 1.50 亿元，同比下降 20.22%，系毛利率较低的供应链业务占比增加所致。

5. 现金流

近年来，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，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 20.51%，主要系商品房销售收入增长所致。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%。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，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%。经营现金流出方面，近三年公司项目开发投资规模不断增长，购买商品、接受劳务支付的现金年均复合增长 21.36%，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。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-34.91 亿元、-6.79 亿元和-67.23 亿元，持续呈净流出状态。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量波动下降，年均复合下降 4.48%。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 亿元所致，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。2017—2019 年，公司投资活动现金流出量波动下降，年均复合下降 17.31%，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。2017—2019 年，公司投资活动现金流净额分别为-13.59 亿元、1.77 亿元和-5.85 亿元。

从筹资活动前现金流净额来看，2017—2019 年，公司筹资活动前现金流净额分别为-48.50 亿元、-5.02 亿元和-73.08 亿元，经营活动净现金流难以覆盖投资需求，公司现金流的平衡需要依赖于融资活动。

从筹资活动情况来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 21.45%，2019 年为 253.35 亿元，主要为取得借款收到的现金；2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长 22.07%，2019 年为 164.60 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 135.95 亿元和 22.76 亿元。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 61.31 亿元、5.43 亿元和 88.75 亿元。

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看，从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 1.63 倍、1.56 倍和 1.63 倍，波动上升。2017—2019 年，公司速动比率分别为 0.52 倍、0.39 倍和 0.41 倍，波动下降。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 1.22 倍、1.74 倍和 1.60 倍，波动上升，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，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 19.42 亿元、32.26 亿元和 25.99 亿元。公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.33 倍、2.92 倍和 2.11 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.12 倍、0.19 倍和 0.10 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力波动下降。总体看，公司长期偿债

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，整体债务负担较重，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，2017—2019 年，母公司资产总额快速增长，年均复合增长 18.03%。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，2017—2019 年，母公司负债总额快速增长，年均复合增长 21.54%。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%）。

2017—2019 年，母公司营业收入波动下降，年均复合下降 13.18%，2019 年母公司实现营业收入 17.39 亿元，同比下降 30.40%。2017—2019 年，母公司投资收益分别为 9.25 亿元、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 10.86 亿元、9.74 亿元和 14.04 亿元。

2017—2019 年，母公司经营活动现金净流量分别为-35.88 亿元、10.64 亿元和-27.85 亿元；投资活动现金净流量分别为 5.22 亿元、-0.66 亿元和-3.15 亿元；母公司筹资活动现金流量净额分别为 33.80 亿元、2.70 亿元和 31.88 亿元。

八、本次公司债券偿还能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 326.30 亿元，本次拟发行公司债额度为不超过 20.00 亿元，总发债额度对公司整体债务负担有一定影响。

以 2020 年 3 月末财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 20.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率

分别由 81.85%、66.49%和 61.14%上升至 82.24%、67.79%和 62.89%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到募集资金到位后全部用于置换前期公司债券，公司实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本次公司债券偿还能力分析

以 2019 年相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 25.99 亿元，为本次债券发行额度（20.00 亿元）的 1.30 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高；2019 年经营活动产生的现金流入为 324.41 亿元，为本次债券发行额度（20.00 亿元）的 16.22 倍，对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司的股东背景，以及公司在行业经验和市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、债权保障条款

1. 担保条款

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

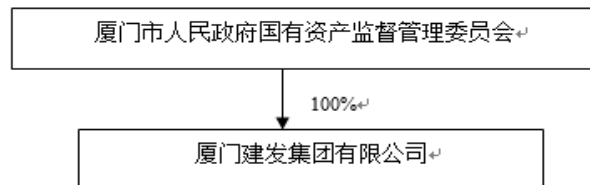
担保期间方面，担保人承担保证责任的期间自该期发行的债券发行首日至该期发行的债券到期日后两年。债券持有人在此期间内未要求担保人就该期发行的债券承担保证责任的，担保人将被免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）建发集团概况

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 年底，建发集团注册资本为 67.5 亿元。

图9 截至2020年3月底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 月底，建发集团设有投资管理部、战略管理部、资产管理部等合计 10 个部门（见附件 3）。

截至 2019 年底，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 月底，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）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联发集团有限公司（以下简称“联发集团”）进行运营；旅游饮食服务业板块主要涉及旅游和酒店业务，主要由厦门建发旅游集团有限公司经营；其他业务主要为投资板块收入。

2017—2019 年，建发集团不断推进向供应链运营的战略转型，建发集团营业收入规模不断扩大，年均复合增长率为 24.19%。从营业收入构成来看，近三年建发集团供应链运营业务收入占比一直占主导地位。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 17 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

近三年，建发集团综合毛利率波动变化，其中 2018 年综合毛利率回升，主要系房地产板块毛利率大幅上升所致；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，近年来，建发集团供应链运营板块毛利率持续下降；房地产板块毛利率因结转项目差异有所波动，2018 年上升主要系结转的

二线城市项目价格较高所致。

（3）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，目前建发股份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”）、厦门建发纸业股份有限公司（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 18 截至 2019 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	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建发集团付款提货。

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。

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，同时经造纸厂的纸张产品，并销售给印刷厂与出版企业等终端客户，在此过程中为客户提供原材料采购、物流配送、销售结算等服务。目前建发纸业已成为全国最大的林浆纸供应链运营商。

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

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

农产品

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

目前，建发股份主要通过进口采购，结算方式主要通过信用证的方式结算，供应商主要有 CARGILL INDUSTRIAL & COMMERCIAL (WUHAN) CO., LTD.; ADM EXPORT 等。在拓宽新品种的同时，建发股份拓宽购销渠道，与嘉吉、来宝、新希望、双胞胎、通威及漓源等国内外行业

龙头达成战略合作伙伴关系，建发股份与下游结算模式主要以短期赊销方式。

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

汽车

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

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

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

(4) 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。

表19 近三年建发房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
当期新开工面积	353.11	592.25	522.08	118.22
当期竣工面积	142.44	143.17	265.01	--
期末在建面积	421.56	870.64	1,127.92	1,244.18

注：不满足上期期末在建+当期开工-当期竣工=当期期末在建面积主要系项目竣工备案面积与施工证面积有微差导致
资料来源：建发房地产提供

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。

表20 近三年一期建发房地产销售情况（单位：亿元、万元/平方米、万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
签约销售面积	143.92	256.27	404.75	48.00
签约销售金额	200.90	386.71	721.97	106.76
签约销售均价	1.40	1.51	1.78	2.23
结转面积	150.17	132.17	206.06	5.42
结转收入	169.85	167.40	239.56	6.09

资料来源：建发房地产提供

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。

（5）财务分析

建发集团提供的2017—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，2018年，建发集团新纳入非同一控制下企业合并14家，处置二级子公司3家，新设二级子公司18家；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年底，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 月底，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。

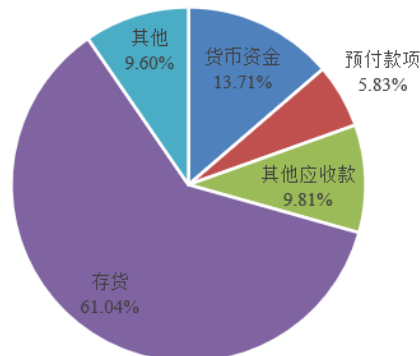
资产质量

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。

2017—2019 年，建发集团合并资产总额连续增长，年均复合增长 27.43%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团流动资产连续增长，年均复合增长 33.45%。截至 2019 年底，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。

图10 截至2019年底建发集团流动资产构成



资料来源：建发集团审计报告

2017—2019 年，受持续扩大业务规模影响，建发集团货币资金连续增长，年均复合增长 46.90%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团预付款项波动下降，年均复合下降 6.31%。截至 2019 年底，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。

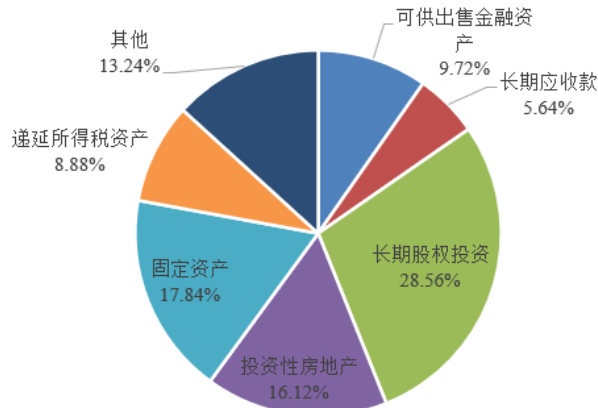
2017—2019 年，建发集团其他应收款波动增长，年均复合增长 36.73%。截至 2018 年末，建发集团其他应收款 127.22 亿元，较年初减少 14.86%，主要系应收联合营公司往来款减少所致。截至 2019 年底，建发集团其他应收款 278.93 亿元，较年初增长 119.58%，主要系往来款增加所致。其他应收款计提坏账准备 5.22 亿元，计提比例 1.88%；其他应收款期末余额前五名占 41.08%，集中度尚可。

2017—2019 年，建发集团存货连续增长，年均复合增长 41.61%。截至 2019 年底，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 年底，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。

2017—2019 年，建发集团非流动资产波动增长，年均复合增长 6.22%。截至 2019 年底，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。

图11 截至2019年底建发集团非流动资产构成



资料来源：建发集团审计报告

2017—2019 年，建发集团可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 17.88%。截至 2018 年末，建发集团可供出售金融资产合计 39.76 亿元，较年初下降 0.37%；截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团长期应收款连续下降，年均复合下降 30.50%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团长期股权投资连续增长，年均复合增长 18.22%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团投资性房地产连续增长，年均复合增长 5.69%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团固定资产波动增长，年均复合增长 4.47%。截至 2019 年底，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%。

2017—2019 年，建发集团递延所得税资产连续增长，年均复合增长 33.94%。截至 2019 年底，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 年底，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 月底，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 月底，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 月底，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。

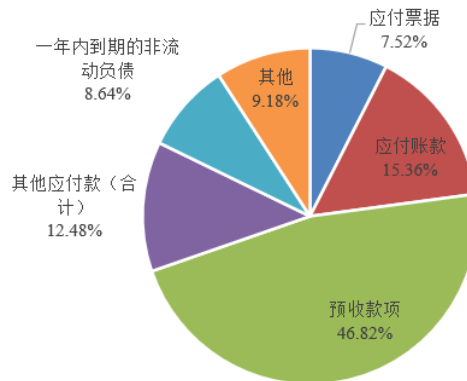
负债

随着建发集团业务不断扩大，债务规模持续增长；建发集团债务结构以长期债务为主，债务负担不重。

2017—2019 年，建发集团负债总额连续增长，年均复合增长 29.80%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团流动负债连续增长，年均复合增长 40.51%。截至 2019 年底，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。

图12 截至2019年底建发集团流动负债构成



资料来源：建发集团审计报告

2017—2019 年，建发集团应付票据连续增长，年均复合增长 42.25%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团应付账款连续增长，年均复合增长 52.96%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团预收款项连续增长，年均复合增长 55.45%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团其他应付款连续增长，年均复合增长 27.35%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团一年内到期的非流动负债连续增长，年均复合增长 54.18%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团非流动负债波动增长，年均复合增长 11.37%。截至 2018 年末，建发集团非流动负债 563.76 亿元，较年初减少 1.55%，变化不大。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团长期借款波动增长，年均复合增长 16.13%。截至 2018 年末，长期借款为 244.57 亿元，较年初减少 10.91%，主要系部分转入一年内到期所致。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团应付债券波动增长，年均复合增长 5.49%。截至 2018 年末，建发集团应付债券 237.31 亿元，较年初减少 4.93%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，建发集团全部债务连续增长，年均复合增长 13.93%。截至 2019 年底，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。2017—2019 年，建发集团资产负债率分别为 69.10%、69.28%和 71.70%，连续增长；全部债务资本化比率分别为 55.61%、51.65%和 52.23%，波动下降；长期债务资本化比率分别为 46.72%、41.61%和 41.92%，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 年底，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 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 月底，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 月底，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 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。

所有者权益

近年来，建发集团所有者权益持续增长，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。

2017—2019 年，建发集团所有者权益连续增长，年均复合增长 21.96%。截至 2019 年底，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 月底，建发集团所有者权益为 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。

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。

近年来，随着供应链业务规模的扩大和房地产业务销售收入的持续增长，建发集团营业收入呈持续增长态势。2017—2019 年，年均复合增长 24.19%。2017—2019 年，建发集团营业成本连续增长，年均复合增长 24.10%。2017—2019 年，建发集团净利润连续增长，年均复合增长 40.17%。

从期间费用看，2017—2019 年，建发集团费用总额连续增长，年均复合增长 15.13%。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%，主要系利息支出减少所致。2017—2019 年，建发集团费用收入比分别为 3.80%、3.71%和 3.27%，建发集团费用控制能力较强。

投资收益方面，近三年，建发集团投资收益占当期营业利润比率分别为 45.76%、19.39%和 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，2017—2019 年，建发集团营业利润率分别为 5.82%、7.24%和 6.23%，波动增长。建发集团总资产收益率分别为 5.20%、6.91%和 5.75%，波动增长。建发集团总资产报酬率分别为 4.53%、5.86%和 4.57%，波动增长。建发集团净资产收益率分别为 7.96%、11.38%和 9.97%，波动增长。建发集团各盈利指标一般。

现金流

近年来，建发集团经营活动由负转正，投资活动现金流有所波动，2019 年筹资活动现金流由负转正，建发集团仍存在一定的筹资需求。

从经营活动来看，随着供应链业务和房地产业务的增长，2017—2019 年，建发集团经营活动现金流入分别为 2,518.84 亿元、3,259.88 亿元和 4,447.04 亿元，连续增长，年均复合增长 32.87%。2017—2019 年，建发集团经营活动现金流出分别为 2,710.09 亿元、3,214.53 亿元和 4,332.00 亿元，连续增长，年均复合增长 26.43%。2017—2019 年，建发集团经营活动现金净额分别为 -191.24 亿元、45.35 亿元和 115.04 亿元，由负转正。2017—2019 年，建发集团现金收入比分别为 109.48%、110.16%和 117.22%，连续增长，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2017—2019 年，建发集团投资活动现金流入分别为 380.07 亿元、489.78 亿元和 263.68 亿元，波动下降，年均复合下降 16.71%。2017—2019 年，建发集团投资活动现金流出分别为 488.38 亿元、442.43 亿元和 402.67 亿元，连续下降，年均复合下降 9.20%。2017—2019 年，建发集团投资活动现金净额分别为 -108.31 亿元、47.35 亿元和 -138.99 亿元，有所波动。

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。2017—2019 年，建发集团筹资活动现金流入分别为 1,208.44 亿元、940.11 亿元和 1,372.26 亿元，波动增长，年均复合增长 6.56%。2017—2019 年，建发集团筹资活动现金流出分别为 864.67 亿元、974.49 亿元和 1,234.79 亿元，连续增长，年均复合增长 19.50%。2017—2019 年，建发集团筹资活动现金净额分别为 343.77 亿元、

-34.38亿元和137.47亿元。

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，2017—2019年，建发集团流动比率分别为1.81倍、1.72倍和1.64倍，连续下降。2017—2019年，建发集团速动比率分别为0.83倍、0.57倍和0.64倍，波动下降。建发集团流动资产对流动负债的保障程度一般。2017—2019年，建发集团现金短期债务比分别为0.87倍、0.95倍和1.11倍，连续增长，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，2017—2019年，建发集团EBITDA分别为93.21亿元、148.07亿元和148.63亿元，连续增长。2017—2019年，建发集团EBITDA利息倍数分别为2.71倍、2.86倍和2.94倍，连续增长，EBITDA对利息的覆盖程度尚可。2017—2019年，建发集团EBITDA全部债务比分别为0.11倍、0.18倍和0.14倍，波动增长，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年底，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月底，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。

(6) 债权保护效果

以2019年财务数据测算，建发集团EBITDA对本次债券发行规模上限(20.00亿元)的覆盖倍数为7.43倍，覆盖程度较高；经营活动现金流入量对本次债券发行规模上限(20.00亿元)的覆盖倍数为222.35倍，覆盖程度很高。建发集团作为一家以供应链运营和房地产为双主业的大型国有企业，在经营规模、业务多元化、营销网络等方面具有的显著优势，可持续发展能力强，其所提供的担保对本次债券信用状况具有明显的积极影响。

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

十、综合评价

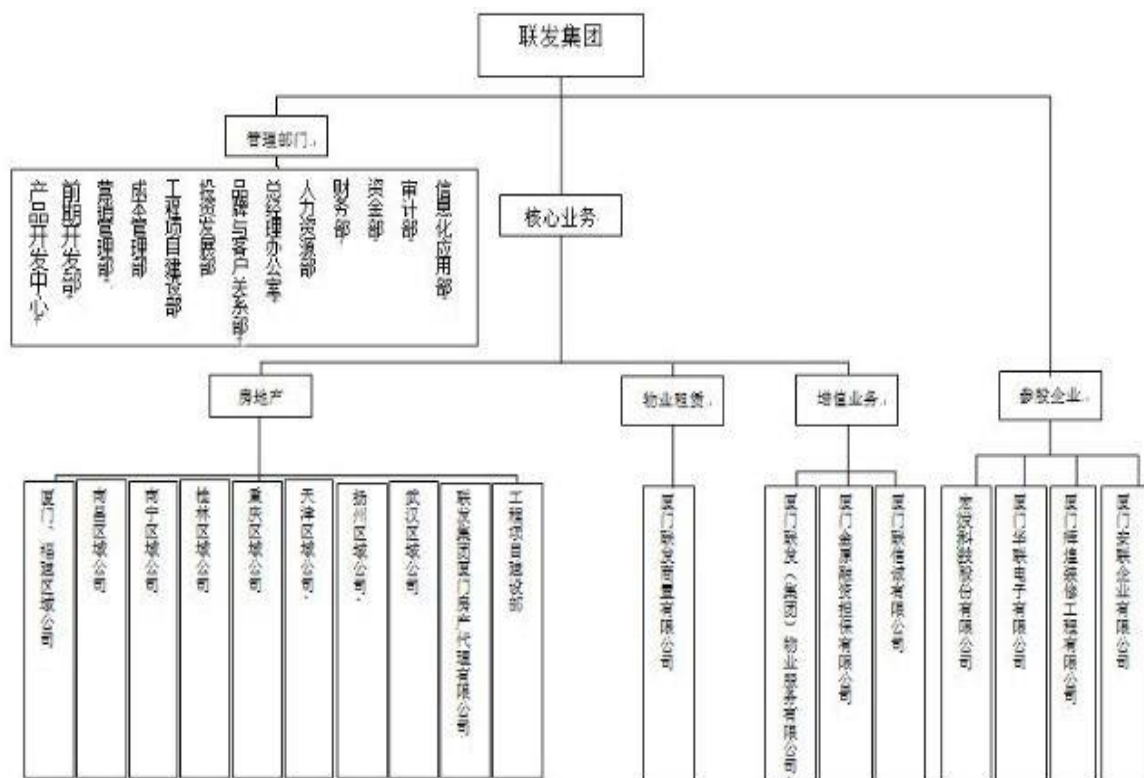
公司作为厦门市国资委旗下的房地产开发公司，在股东背景、开发经验、品牌知名度等方面具备一定优势。公司股东支持力度较大，投资性房地产区位优势明显，债务结构合理。同时，联合评级也关注到，公司有一定补库存需求，存在一定的资金支出压力，公司2019年签约销售规模出现下滑，经营性现金流持续净流出，注部分项目存在去化压力，债务负担较重等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由建发集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，建发集团是厦门市大型国有企业，其资产和权益规模较大，整体运营状况良好。建发集团的担保实力极强，其担保对于本次公司债券信用水平具有显著的积极影响。

基于对公司主体长期信用状况及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

联发集团



附件 2 联发集团有限公司

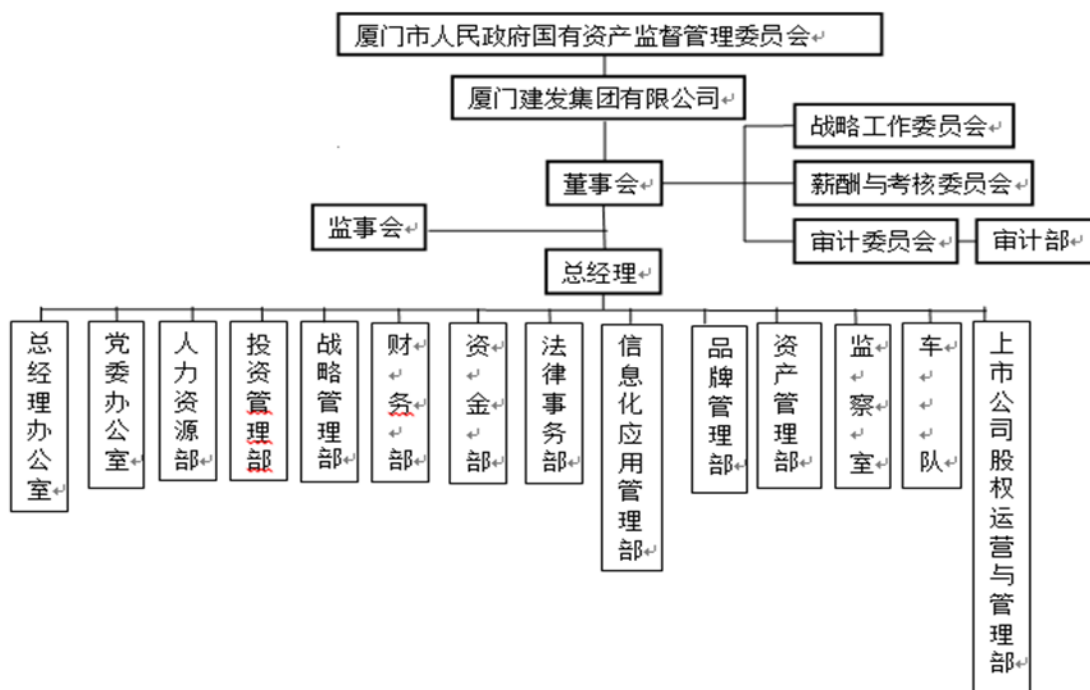
主要财务指标

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/本次发债额度（倍）	0.97	1.61	1.30	--

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

组织结构图



附件 4 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 2020 年一季度未经审计，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5 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	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入--主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入--营业成本--营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计--存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 联发集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行 公司债券的跟踪评级安排

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

联发集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。联发集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

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

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

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

联合信用评级有限公司

二〇二〇年六月五日