

信用等级公告

联合〔2019〕103号

联合资信评估有限公司通过对联发集团有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定联发集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月三十日



联发集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2019年7月30日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年3月
现金类资产(亿元)	44.42	69.78	83.20	93.14
资产总额(亿元)	325.17	496.75	669.10	715.10
所有者权益合计(亿元)	78.64	119.51	154.54	154.83
短期债务(亿元)	14.03	57.82	47.68	55.74
长期债务(亿元)	114.66	110.41	125.96	162.31
全部债务(亿元)	128.69	168.23	173.64	218.05
营业收入(亿元)	111.73	128.75	187.25	18.33
利润总额(亿元)	13.50	16.92	28.85	1.88
EBITDA(亿元)	15.37	19.42	32.26	--
经营性净现金流(亿元)	-3.43	-34.91	-6.79	-21.51
营业利润率(%)	14.54	16.38	20.92	16.83
净资产收益率(%)	12.79	10.37	13.41	--
资产负债率(%)	75.82	75.94	76.90	78.35
全部债务资本化比率(%)	62.07	58.47	52.91	58.48
流动比率(%)	217.25	163.13	155.75	163.03
经营现金流/EBITDA(%)	-2.62	-13.19	-1.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.37	8.66	5.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.62	2.33	2.92	--

注：2019年一季度财务报表未经审计；将其他流动负债及其他非流动负债中的有息部分计入全部债务及相关指标核算；2017年、2018年及2019年3月底所有者权益均包含15亿元永续中期票据

分析师：刘艳婷 王 爽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）是以房地产开发、物业租赁及服务为主业，以供应链运营业务、房地产上下游增值服务业务及投资为辅的国有企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对联发集团的评级反映了公司作为厦门地区知名房地产企业，在股东背景、开发经验、品牌知名度等方面具备一定优势。2018年公司签约销售金额有所增长，自持物业所处区域位置较好，为公司未来盈利提供良好保障。同时联合资信也关注到公司所在房地产行业受调控政策影响较大，公司三四线项目规模较大，部分项目出现减值，在建及拟建项目存在一定资本支出压力，经营性净现金流持续为负，所有者权益稳定性偏弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

2018年，公司加大开工力度，在建规模有所上升，随着公司在建及拟建项目的陆续销售，公司有望保持良好的经营状况。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 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，近年来房地产销售规模持续增长。
2. 公司自持物业规模较大，地理位置较好，总体经营状况良好，可为公司带来稳定现金流；且自持物业以成本法计量，存在一定增值空间。
3. 公司预收款项规模较大，为未来收入确认提供一定支撑；公司债务结构以长期债务为主，债务结构良好。

关注

1. 房地产行业受宏观政策调控影响显著，未

来房地产市场运行仍存在不确定性。公司在建及拟建项目位于三四线城市项目占比较高，部分项目出现减值，公司或将面临一定的去化压力。

2. 公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。
3. 公司所有者权益中未分配利润占比大，权益结构稳定性较弱。
4. 公司经营性净现金流持续为负。

声 明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考,并非某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2019 年 7 月 30 日至 2020 年 7 月 30 日有效;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

联发集团有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

法定代表人：赵胜华。

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 2019 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”）。

公司主营业务包括房地产开发、供应链运营和物业租赁及管理。截至 2019 年 3 月底，公司直接和间接控股子公司 118 家（详见附件 1-3）。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 669.10 亿元，所有者权益合计 154.54 亿元（含少数股东权益 54.65 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 187.25 亿元，利润总额 28.85 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 715.10 亿元，所有者权益合计 154.83 亿元（含少数股东权益 54.00 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 18.33 亿元，利润总额 1.88 亿元。

公司地址：厦门市湖里区湖里大道 31 号；

二、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势

总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动

地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，

增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方

面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，

但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

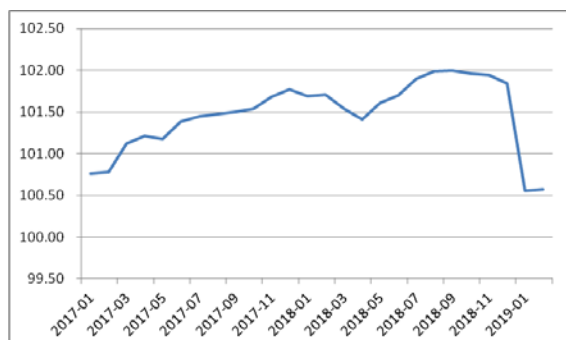
三、行业及区域经济环境

1. 房地产行业分析

（1）房地产开发行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1 2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1—9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率

各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建

设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的

中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

2. 厦门市区域经济环境

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

根据《厦门市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，厦门全年地区生产总值（GDP）4791.41 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.7%。其中，第一产业增加值 24.40 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 1960.15 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 2766.85 亿元，增长 7.5%。三次产业结构为 0.5：41.3：58.2。按常住人口计算的人均地区生产总值 118015 元，增长 5.2%，折合 17834 美元。

2018 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值 1611.35 亿元，增长 8.8%，占全市地区生产总值的 33.6%。截至 2018 年底，全市规模以上工业企业 1896 家，实现工业总产值 6392.32 亿元，其中产值超亿元的企业 725 家，实现产值 5845.40 亿元，占全市规模以上工业总产值的 91.4%。规模以上工业中，重工业完成增加值 1069.94 亿元，比上年增长 9.4%；轻工业完成增加值 541.41 亿元，增长 7.5%，重工业与轻工业之比为 1.98:1。

2018 年，厦门市基础设施投资增长 16.8%，其中交通运输业投资增长 42.0%。工

业投资增长 12.0%，其中制造业投资增长 13.7%。社会事业投资增长 18.1%。

2018 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）增长 10.1%。分产业看，第一产业投资增长 0.8%，第二产业投资增长 14.1%，第三产业投资增长 9.4%，三次产业投资比例为 0.1:16.9:83.0。

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

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 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国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司是以房地产开发为主业，以持有性物业经营和供应链运营业务为辅的国有企业，拥有房地产开发一级资质。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，项目地理位置优越。截至 2019 年 3 月底，公司在建及拟建项规划建筑面积达 1225.18 万平方米，项目储备充足。

公司成立至今获得了较多的荣誉，主要有：全国优秀外商投资企业、福建企业 100 强、福建省地税百强、“中国诚信地产品牌” 200 强、厦门特区建设 30 年功勋企业、全国履行社会责任贡献突出的外商投资企业。公司在由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家研究机构联合发布的“2018 中国房地产百强企业”位列第 51 名，同时公司在优化运营体系、加快开发节奏、标准化运营等方面的优

秀表现，位列房地产百强企业“运营效率TOP10”。公司已连续10年位列房地产百强。

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

3. 人员素质

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

公司董事长赵胜华先生，1970年10月出生，本科学历，高级会计师；曾任联发集团有限公司财务部总经理，总经理助理、副总经理、总经理。

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

截至2019年3月底，公司共有在职员工3902人；从学历构成看，公司本科及以上学历者占36.42%，大专学历者占24.24%，大专以下学历者占39.34%；从年龄构成看，公司50岁以上占比7.28%，30~50岁占比56.87%，30岁以下占比35.85%。

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

4. 股东背景

公司控股股东建发股份为股份制上市公司（股票名称“建发股份”，股票代码“600153.SH”），截至2019年3月底，建发集团持股45.89%。厦门市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200000万元，建发股份持股54.65%）。

截至2018年底，建发股份合并资产总额2174.54亿元，所有者权益合计544.18亿元（含少数股东权益268.62亿元）；2018年，建发股份实现营业收入2803.82亿元，利润总额104.93亿元。

截至2019年3月底，建发股份合并资产总额2433.69亿元，所有者权益合计550.26亿元（含少数股东权益270.41亿元）；2019年1—3月，建发股份实现营业收入538.62亿元，利润总额7.63亿元。

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

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》《中外合资经营企业法》等有关法律，制订了《公司章程》，并建立了由董事会、经理层组成的法人治理结构体系，明确了各方在决策、执行、监督等方面的职责权限和责任义务。公司董事会，由7名董事组成，建发股份委派6名，香港德盛委派1名。董事会设董事长1名，由建发股份委派，董事长是公司的法定代表人。公司设监事1人。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理1名，由建发股份推荐，总经理和副总经理由董事会聘任，任期4年，经董事会同意可连任。总经理负责公司的全面经营管理，副总经理协助其工作。

2. 管理水平

为了建立完善的法人治理结构，有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司

制订了一整套内部管理和控制制度。

财务资金管理方面，公司根据《会计法》《企业会计准则》及国家其他有关法律和法规，结合公司实际情况，制定了《财务管理制度》和《资金管理制度》进行财务与资金管理。该等制度是公司各项财务活动的基本行为准则，从制度上完善和加强了公司会计核算管理、预算管理、资金管理、费用管理、投资管理、资产管理、税务管理、财产投资管理、财务印鉴管理等各个方面，从根本上规范公司会计核算，确保了财务会计核算和财务管理的合法、合规。

投资管理方面，公司制定了《投资业务管理规定》及《房地产业新项目拓展管理规定》等投资管理制度，对公司投资业务进行规范，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、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、立项决策程序等环节的要求，形成科学、有效、稳健的项目决策机制。

担保管理方面，公司《资金管理办法》从担保的审批权限、担保合同的管理、抵押或质押资产价值的评估确认、担保合同的履行等方面对担保行为进行规范。公司对所属企业以外的其他企业担保，由董事会及控股股东厦门建发有限公司股东大会决定。公司对所属企业的担保，由公司董事会决议。

关联交易方面，公司制订了《关联交易管理办法》，明确关联交易及关联方的认定、关联交易的基本原则、关联交易的定价、关联交易的程序、关联交易的披露等规定。集团公司全资子公司、控股子公司的关联交易管理均按照该规定执行。通过关联交易管理，公司建立健全了内部控制制度，规范关联交易行为，切实维护公司及全体股东的合法权益，保证各关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公开、公允的原则。

对下属子公司管理方面，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，集团公司设置前期开发部、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、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、内部审计等手段，监督子公司有效履行职责。

总体看，公司治理结构清晰，部门设置合理，职责分工明确，内控制度较为健全，管理较规范。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括房地产开发、供应链运营和物业租赁及管理。

2016—2018年，公司营业收入分别为111.73亿元、128.75亿元和187.25亿元，年均复合增长29.46%，主要系近年公司业务规模扩大，结转项目增加，房地产板块业务收入稳步增长所致。从营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司营业收入的主要来源，2016—2018年，房地产开发业务收入占比均超过80.00%。2018年，公司房地产开发业务收入为157.01亿元，同比增长40.28%，系当年结转项目增多所致，占当年营业收入的83.85%；近年来供应链运营业务收入快速增长，2018年实现收入21.36亿元，同比增长86.06%，系当年供应链贸易品种规模提升所致，占当年营业收入的11.41%。近三年物业及租赁管理业务收入持续增长，2018年为4.99亿元，同比增长16.59%，占当年营业收入的2.67%。公司其他业务主要为房地产上下游增值服务。

2016—2018年，公司综合毛利率持续提升，分别为20.86%、21.51%和28.55%，主要系结转的房地产项目毛利率水平持续增长所致。2016—2018年，公司房地产开发业务毛利率持续提升，分别为21.59%、22.12%和30.62%，2018年较2017年提升较多，主要系

2018年结转的房地产项目的毛利率较高。公司供应链业务毛利率较低，2018年为1.60%，较2017年小幅下滑0.09个百分点；2018年，公司物业及租赁管理业务毛利率为42.31%，较2017年下滑9.67个百分点，主要系2018年部分厂房处于退租改造中。

表1 2016—2018年及2019年1—3月公司营业板块收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2016年			2017年			2018年			2019年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	96.30	86.19	21.59	111.93	86.94	22.12	157.01	83.85	30.62	10.81	58.96	32.10
供应链运营	11.16	9.99	0.88	11.48	8.91	1.69	21.36	11.41	1.60	5.50	30.00	0.55
物业及租赁管理	3.68	3.29	55.13	4.28	3.32	51.98	4.99	2.67	42.31	1.61	8.76	42.86
其他	0.59	0.53	65.49	1.07	0.83	47.59	3.90	2.08	75.38	0.42	2.28	30.95
合计	111.73	100.00	20.86	128.75	100.00	21.51	187.25	100.00	28.55	18.33	100.00	23.57

注：尾差由于四舍五入产生

资料来源：公司提供

2019年1—3月，公司实现营业收入18.33亿元，同比增长10.89%，毛利率为23.57%，较2018年有所下滑，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。其中房地产开发业务毛利率为32.10%，较2018年提升1.48个百分点；供应链运营业务毛利率为0.55%，较2018年下滑1.05个百分点；物业租赁及管理业务毛利率为42.86%，较2018年小幅提升0.55个百分点。

总体看，公司主营业务较为突出，受益于房地产板块结转收入的增长，公司营业收入持续增长；受项目结转差异的影响，公司房地产开发业务毛利率持续增长，整体毛利率维持良好水平。

2. 房地产开发业务

项目开发

在项目开发方面，公司采用两级管理模式。联发集团针对各项目制定建设计划，指导、监督、考核项目公司的完成情况；项目

公司为房地产开发业务经营实体，负责项目的日常管理与建设。截至2019年3月底，公司合并范围子公司数量118家，其中项目公司81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，2016—2018年，公司在建面积和新开工面积均快速增长，2018年，公司在建面积和新开工面积分别为837.24万平方米和563.13万平方米，同比分别增长74.02%和90.87%。2018年，公司房地产竣工面积为207.00万平方米，同比增长107.25%。2019年1—3月，公司在建和新开工面积分别为906.91万平方米和79.60万平方米。

表2 2016—2019年1季度公司房地产开发情况
(单位: 万平方米)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1—3月
期末在建面积	285.96	481.11	837.24	906.91
房屋竣工面积	120.00	99.88	207.00	9.93
新开工面积	196.97	295.03	563.13	79.60

资料来源: 公司提供

房产销售

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

2016—2018年, 公司房屋签约销售面积快速增长, 主要系房地产行业景气度回暖以及公司布局的二线和三线城市房地产市场景气度较高所致。2018年, 公司房屋签约销售面积为317.29万平方米, 同比增长31.84%; 实现签约销售金额349.27亿元, 同比增长35.19%。2016—2018年, 公司房屋销售均价稳步增长, 分别为0.92万元/平方米、1.07万元/平方米和1.10万元/平方米。2019年1—3月, 公司房屋签约销售面积50.96万平方米, 为2018年全年的16.06%, 签约销售均价较2018年略有下滑, 为1.02万元/平方米。

2016—2018年, 公司结转销售面积和结转收入均呈现快速增长趋势。2018年, 公司结转面积167.35万平方米, 同比增长29.93%; 结转收入157.10亿元, 同比增长40.36%。截至2019年3月底, 公司账面预收款项余额249.29亿元, 未来公司结转收入规模较有保障。

表3 2016—2019年1季度商品房销售情况 (单位: 万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1—3月
签约销售面积	132.74	240.66	317.29	50.96
结转销售面积	102.24	128.80	167.35	9.93
房屋销售平均价格	0.92	1.07	1.10	1.02
签约销售额	122.71	258.35	349.27	52.09
结转收入	96.30	111.93	157.10	10.81

资料来源: 公司提供

从销售区域来看, 2018年公司房地产开发销售新增杭州、九江及苏州区域的销售, 从区域销售收入占比来看, 南昌签约销售收入占11.42%、重庆签约销售收入占10.39%、南宁签约销售收入占10.32%、赣州签约销售收入占8.32%、厦门签约销售收入占7.64%、莆田签约销售收入占7.20%以及柳州签约销售收入占7.30%。

截至2019年3月底, 公司在售项目57个, 整体去化率86.10%, 总销售计划772.63亿元, 已回笼资金665.24亿元, 在售项目去化情况尚可。

表4 公司房地产区域销售收入情况 (单位: 亿元)

区域	2016年	2017年	2018年
厦门	13.85	12.93	26.68
漳州	8.31	11.91	17.06
莆田	8.03	24.62	25.15
天津	22.82	33.05	24.60
泉州	--	4.50	23.28
南昌	16.78	31.53	39.88
赣州	1.58	22.27	29.06
扬州	6.10	17.59	5.58
南宁	12.71	28.67	36.04
桂林	19.29	12.16	23.54
柳州	2.50	21.89	25.50
重庆	7.00	22.66	36.27
武汉	3.74	5.26	2.04
鄂州	--	5.81	7.60
澳洲	--	3.50	--
杭州	--	--	10.14
九江	--	--	16.16
苏州	--	--	0.67
总计	122.71	258.35	349.27

注: 合计数与分项数之和的尾差系四舍五入导致

资料来源: 公司提供

在建及拟建项目

截至2019年3月底, 公司在建及拟建项目共53个, 规划建筑面积达1225.18万平方米, 主要位于重庆(占12.70%)、鄂州(占12.24%)、南宁(占10.77%)、莆田(占8.18%)、

桂林（占 7.27%）、九江（占 6.46%）、天津（占 7.17%）和柳州（占 7.81%）等二三线城市。在建及拟建项目预计总投资为 1022.43 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 601.95 亿元，未来三年计划投资 365.93 亿元；从总投资金额来看，投资规模较大的区域主要包括重庆（占 12.94%）、天津（占 12.31%）、鄂州（占

10.27%）、南宁（占 8.75%）、莆田（占 8.45%）。杭州（占 6.26%）以及九江（占 5.19%）。在建及拟建项目中 20 个项目进度达到 50%及以上，为公司未来三年提供了较大规模的可售房产。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 5 截至 2019 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 2019 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
1	中央公园	住宅、商业	厦门	16.41	40.50	32.12	8.13	20%	A+B+C+D
2	电商未来城	住宅、商业、办公	莆田	46.96	25.88	17.37	6.38	82%	A+B+C+D+E
3	君领绶溪	住宅、商业	莆田	14.61	12.85	10.79	2.00	80%	A+B+C+D+E
4	君领天玺	住宅、商业	莆田	27.02	36.85	23.06	13.38	30%	A+B+C+D+E
5	尚书第	住宅、商业	莆田	5.92	5.80	3.12	2.60	25%	A+B+C+D+E
6	君悦湾	住宅、商业	南安	18.83	9.28	5.24	3.92	55%	A+B+C+D+E
7	海峡 1 号	住宅、商业	南安	29.79	15.45	7.20	8.00	50%	A+B+C+D+E
8	晋江云城	住宅、商业	晋江	34.48	19.40	9.27	9.83	20%	A+B+C+D+E
9	公园前	住宅、商业	南昌	7.14	7.28	7.02	0.25	98%	A+B+C+D+E
10	时代天阶	住宅、商业	南昌	22.92	17.71	5.45	11.89	35%	A+B+C+D+E
11	时代天境	住宅、商业	南昌	8.37	8.82	7.33	1.45	50%	A+B+C+D+E
12	雍榕华府	住宅、商业	赣州	20.48	16.30	12.41	3.78	60%	A+B+C+D+E
13	君悦华庭	住宅、商业	赣州	3.11	2.18	1.43	0.72	45%	A+B+C+D+E
14	君悦华府	住宅、商业	赣州	10.20	5.45	2.04	3.31	35%	A+B+C+D+E
15	浔阳府	住宅、商业	九江	36.80	21.28	12.98	8.05	30%	A+B+C+D+E
16	君澜	住宅、商业、办公	南宁	40.45	26.00	25.05	0.92	85%	A+B+C+D+E
17	青溪府	住宅、商业	南宁	28.73	21.00	15.46	5.37	75%	A+B+C+D+E
18	君悦	住宅、商业	南宁	5.15	3.50	2.39	1.08	50%	A+B+C+D+E
19	西棠春晓	住宅、商业	南宁	23.43	15.00	10.03	4.82	50%	A+B+C+D+E
20	悦溪府	住宅、商业	桂林	23.05	10.20	4.22	5.80	45%	A+B+C+D+E
21	滨江一号	住宅、商业	柳州	32.42	15.50	8.62	6.67	60%	A+B+C+D+E
22	君悦兰亭	住宅、商业	柳州	39.01	16.60	8.81	7.56	35%	A+B+C+D+E
23	龙洲湾一号	住宅、商业	重庆	53.30	40.00	20.10	19.30	48%	A+B+C+D+E
24	西城首府	住宅、商业	重庆	29.27	24.00	15.10	8.63	35%	A+B+C+D+E
25	东悦府	住宅、商业	重庆	50.33	43.00	23.30	14.78	15%	A+B+C+D+E
26	君领西城	住宅、商业	重庆	10.63	9.30	5.70	3.49	10%	A+B+C+D
27	红墅东方	住宅、商业、办公	鄂州	122.00	84.00	19.17	26.95	20%	A+B+C+D
28	欣悦学府	住宅、商业	天津	21.49	23.67	17.74	5.75	85%	A+B+C+D+E
29	红郡	住宅、商业	天津	13.27	14.49	12.82	1.62	80%	A+B+C+D+E
30	熙园	住宅、商业	天津	5.15	7.46	6.02	1.40	80%	A+B+C+D+E
31	静湖 1 号	住宅、商业	天津	18.49	38.22	20.78	16.92	5%	A+B+C+D

32	禹州悦府	住宅、商业	天津	10.23	7.80	5.52	2.21	40%	A+B+C+D+E
33	君悦华府	住宅、商业	扬州	39.85	38.00	32.15	5.67	92%	A+B+C+D+E
34	棠颂	住宅、商业	苏州	18.04	26.00	16.16	9.54	15%	A+B+C+D
35	翡翠方山	住宅、商业	南京	8.30	16.75	13.06	3.58	45%	A+B+C+D
36	藏珑玉墅	住宅、商业	杭州	7.06	13.00	10.90	2.04	65%	A+B+C+D+E
37	云景天章	住宅、商业	杭州	7.23	15.45	11.12	4.20	40%	A+B+C+D
38	藏珑大境	住宅、商业	杭州	21.64	35.52	26.05	9.19	25%	A+B+C+D
39	悦澜山	住宅、商业	江门	17.96	22.03	14.31	7.49	20%	A+B+C+D
40	君悦	住宅、商业	柳州	24.28	8.70	5.63	2.98	100%	A+B+C+D+E
41	江与城	住宅、商业	桂林	26.16	9.78	9.30	0.47	100%	A+B+C+D+E
42	乾景欣悦	住宅、商业	桂林	24.36	10.64	10.10	0.52	100%	A+B+C+D+E
43	君领首府	住宅、商业	漳州	13.44	14.27	4.74	9.24	0%	--
44	君领兰溪	住宅、商业	莆田	5.70	5.00	3.12	1.82	5%	A+B
45	时代天骄	住宅、商业	南昌	8.89	9.69	5.31	4.24	10%	A+B+C
46	君悦湖	住宅、商业	九江	20.97	10.50	2.97	7.30	10%	A+B+C
47	君悦江山	住宅、商业	九江	21.4	21.28	9.65	11.29	10%	A+B+C
48	臻境	住宅、商业	南宁	34.14	24.00	12.51	11.15	5%	A+B
49	乾景御府	住宅、商业	桂林	21.06	11.68	4.64	7.04	5%	A+B
50	南山	住宅、商业	重庆	12.05	16.00	4.60	11.06	5%	A+B
51	阅山湖	住宅、商业、办公	鄂州	27.99	21.00	3.86	16.63	0%	--
52	精武镇项目	住宅、商业	天津	19.23	34.25	18.25	15.52	5%	A+B
53	悦山园	住宅、商业	镇江	15.99	14.12	5.87	8.00	20%	A+B
合计	--	--	--	1225.18	1022.43	601.95	365.93	--	--

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

资料来源：公司提供

土地储备

公司土地储备工作由集团主导，主要采用“招、拍、挂”方式从市场取得，同时也有少部分土地采用收购、与其他公司合作开发等方式取得。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，相较于2017年的226.99万平方米变动

不大；2019年1—3月，公司共购入土地1块，新增土地储备权益建筑面积10.13万平方米。

截至2019年3月底，公司土地储备共计16块，权益计容建筑面积为253.31万平方米，主要位于武汉（占33.45%）、鄂州（占9.74%）、重庆（占8.30%）、厦门（占8.17%）、南宁（占7.50%）、桂林（占6.72%）以及天津（占5.40%）等，公司土地储备以二三线城市为主。

表6 截至2019年3月底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

序号	项目名称	位置	土地用途	成交地 价	已交出 让金	权益计容 建筑面积	土地获取 方式	权益 比例	土地取得 时间	楼面价
1	莆田电商城五期	莆田	住宅、商业、 办公	0.45	0.45	2.48	招拍挂	80%	2015.4.30	1451.61
2	君领天玺二期	莆田	住宅、商业	10.12	10.12	10.03	招拍挂	100%	2017.9.29	10089.73
3	南昌时代天阶商业	南昌	住宅、商业、 办公	2.13	2.13	10.42	收购	80%	2016.5.20	1635.32

4	龙洲湾一号	重庆	住宅、商业	0.36	0.36	1.2	招拍挂	100%	2016.11.28	3000.00
5	南山项目	重庆	住宅、商业	4.32	4.32	7.12	收购	80%	2017.3.15	4853.93
6	红莲湖项目	武汉	住宅、商业、 服务业	5.29	5.29	84.73	招拍挂	100%	2013.1.7	624.34
7	阅山湖	鄂州	住宅、商业	6.4	3.2	24.67	招拍挂	100%	2017.12.8	2594.24
8	东悦府二、三、四期	重庆	住宅、商业	15.25	15.25	12.71	招拍挂	50%	2018.5.31	5999.21
9	棠颂	苏州	住宅	7.36	7.36	6.95	招拍挂	100%	2018.6.5	10589.93
10	东南花都项目	厦门	住宅	1.87	1.87	20.7	收购	19%	2018.6.25	171.64
11	臻境	南宁	住宅	11.92	11.92	19	招拍挂	100%	2018.7.20	6273.68
12	君悦江山	九江	商住	4.45	4.45	5.61	招拍挂	51%	2018.7.26	4045.45
13	君悦湖	九江	商住	2.72	2.72	6.86	招拍挂	100%	2018.7.26	3965.01
14	乾景御府	桂林	商住	2.16	2.16	17.02	招拍挂	100%	2018.10.31	1269.10
15	天津津西青（挂）2018-21 号	天津	住宅	17.71	17.71	13.68	招拍挂	100%	2018.12.21	12945.91
16	君领首府	漳州	商住	7.53	4.52	10.13	招拍挂	100%	2019.1.24	7433.37
合计	--	--	--	100.04	93.82	253.31	--	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，房地产开发业务为公司主要收入和利润来源，公司开发节奏加快，新开工及销售均大幅增长。公司在建及拟建项目规模大，可为公司后续房产销售提供一定的支撑，且土地储备主要位于二线城市，随着未来项目开发销售，公司经营情况有望保持稳定。但考虑到公司在建及拟建项目未来投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力，且公司在建及拟建项目中三四线城市规模占比较大，未来其销售及去化或将面临一定的压力。联合资信将持续关注公司在建及拟建项目的开发销售进展及去化情况。

3. 物业及租赁管理业务

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 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。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 2019 年 3 月底，公司持有性物业面积约为 119.13 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。2018 年，公司物业租赁及管理业务收入 4.99 亿元，同比增长 16.59%；2019 年 1—3 月，公司物业租赁及管理业务收入 1.61 亿元，基本维持稳定。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司持有物业情况（单位：万平方米、万元）

序号	项目名称	建筑面积	物业概况	出租率	账面金额	项目所在地
1	湖里工业园	16	工业厂房	73%	2054.41	厦门
2	杏林工业园	5.56	工业厂房	90%	3464.10	厦门
3	黄金工业园	16.79	工业厂房	97%	23925.87	厦门
4	软件学院	6.58	教育地产	100%	12955.11	厦门
5	湖里写字楼	7.59	写字楼	94%	6063.94	厦门

6	湖里颐豪酒店等	3.37	酒店	100%	3863.28	厦门
7	华美文创园	4.07	文创园	95%	11848.73	厦门
8	文创口岸	3.67	文创园	92%	13697.59	厦门
9	联发电子商城	3.09	商业	2%	19507.30	厦门
10	联达商业广场	5.74	商业	97%	19550.02	桂林
11	联发广场	4.01	写字楼	87%	34305.65	南昌
12	九都国际	0.96	商业	84%	16226.59	武汉
13	软件学院在建	26.85	教育地产	100%	10055.74	厦门
14	自持配套	14.85	商业	100%	121281.84	各地
合计		119.13	--	---	298800.17	--

资料来源：公司提供

总体看，公司物业租赁及管理收入稳步增长，对公司收入形成有效补充。公司持有物业均按历史成本入账，账面余额较低，具有一定升值潜力。

4. 供应链运营业务

公司供应链运营业务主要由子公司厦门联信诚有限公司（以下简称“联信诚”）开展，业务内容包括仪器、石材、化工、矿产品和农副产品等进口、内贸业务，钢材、电梯等建材代理业务，服装辅料、休闲鞋和塑料制品等出口业务。供应链运营业务主要是围绕公司房地产业务进行，目的是降低公司的营运成本，为公司房地产业务发展提供有力的支撑，以保障公司的盈利水平。

公司供应链运营业务以国内贸易为主，国内贸易达 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。2018 年，公司供应链运营业务实现收入 21.36 亿元，同比增长 86.06%，毛利率为 1.60%。

总体看，公司供应链运营主要为房地产主业开展配套服务，2018 年供应链运营业务收入快速上升，但毛利率水平仍较低。

5. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数波动下降，三年加权均值为 18.28 次，2018

年为 22.70 次；同期存货周转次数持续下降，三年加权均值为 0.40 次，2018 年为 0.36 次；同期总资产周转次数波动下降，三年加权均值为 0.33 次，2018 年为 0.32 次。总体看，公司经营效率尚可。

6. 未来发展

公司立足厦门，推进全国区域性布局，实现持续健康发展。通过房地产、物业租赁经营和增值服务，增强企业核心竞争力，实现联发品牌影响力的持续提升。

区域拓展方面，公司目前的主要业务集中在厦门、南昌、桂林、南宁、武汉、重庆、天津、扬州等地，公司凭借以往的经验、对当地的了解以及优良的市场声誉，计划通过在现有及未来住宅项目设计和开发中运用标准化运营程序的方式，深耕已有城市房地产市场，巩固在多个城市的领先地位，提高市场份额。公司将继续提升各地开发项目的品质、开发新的项目主体及设计、创新及完善各新项目开发的配套设施以及完善物业管理服务。未来 5 年，公司计划扩展到长三角具有高增长潜力的城市。

土地储备方面，公司将通过多种形式获取土地储备，探索文化创意和产业用地等新业态，关注海外房地产发展机会。同时，公司将继续增加具有高增长潜力地区的土地储备；在收购土地之前，公司将综合考虑诸多

因素，如未来的城市比较、土地供应、土地成本、城市规划及开发、政府的优惠政策、周边基础设施以及增长潜力和地区投资价值等。

标准化运作方面，为了进一步改善项目管理以及维持稳定健康的成长及运营扩张，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。

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

七、财务分析

公司提供了2016—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，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019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。

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。新纳入合并范围的子公司基本为项目公司，公司财务数据仍具备一定的可比性。

截至2018年底，公司合并资产总额669.10亿元，所有者权益合计154.54亿元（含少数股东权益54.65亿元）；2018年，公司实现营业收入187.25亿元，利润总额28.85亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额715.10亿元，所有者权益合计154.83亿元（含

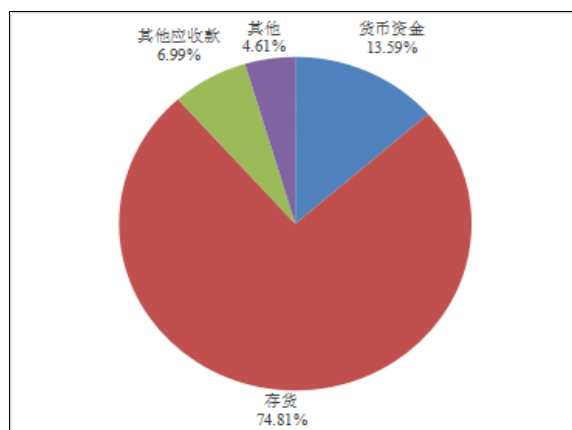
少数股东权益54.00亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入18.33亿元，利润总额1.88亿元。

1. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额快速增长，年均复合增长43.45%。截至2018年底，公司资产总额669.10亿元，同比增长34.69%，主要系货币资金及存货增长所致。公司资产以流动资产（占90.19%）为主，符合房地产开发企业特征。

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长45.73%，主要系货币资金及存货的增长所致。截至2018年底，公司流动资产合计603.45亿元，同比增长39.79%，主要由存货（占74.81%）、货币资金（占13.59%）和其他应收款（占6.99%）等构成。

图2 2018年底公司流动资产构成



注：其他包括应收票据及应收账款、交易性金融资产等其他流动资产

资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司货币资金快速增长，年均复合增长37.02%。截至2018年底，公司货币资金82.03亿元，同比增长20.25%，主要系销售回款以及业务发展储备货币资金所致；货币资金主要为银行存款（占66.46%）和其他货币资金（占33.54%），其余为少量库存现金。截至2018年底，公司使用权受到限制的货币资金27.34亿元，受限比例为33.33%，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。

公司应收账款主要为应收购房客户款项。2016—2018 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 23.14%。截至 2018 年底，公司应收账款账面余额 6.83 亿元，计提坏账准备 0.55 亿元，计提比例 8.07%，期末账面价值 6.28 亿元，同比下降 35.52%，主要系公司加快资金回笼所致；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 6.66 亿元（占 97.51%），其中账龄 1 年以内的应收账款占 82.34%，账龄 1 至 2 年（含）的占 12.66%，其余为账龄 2 年以上的应收账款。按欠款方归集的应收账款前五名合计余额 1.26 亿元，集中度为 18.49%。总体看，公司应收款账龄较短，坏账计提比例尚可，集中度较低。

2016—2018 年，公司预付款项波动下降，年均复合下降 30.18%。截至 2018 年底，公司预付款项 2.88 亿元，同比下降 76.36%，主要系部分房地产项目的预付工程款结转所致。从预付款项账龄来看，账龄在 1 年以内的占 97.75%。

2016—2018 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 18.55%。截至 2018 年底，公司其他应收款 42.15 亿元，同比增长 18.55%，主要系参股公司的项目投入往来款增加；公司其他应收款主要包括公司关联方往来款、购房保证金和押金等。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额为 12.33 亿元，计提坏账准备 1.16 亿元，账龄在 1 年以内的占 79.28%、1~2 年的占 8.30%，2~3 年的占 13.39%，其余为 3 年以上；截至 2018 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 1.18 亿元，综合计提比例 2.73%。

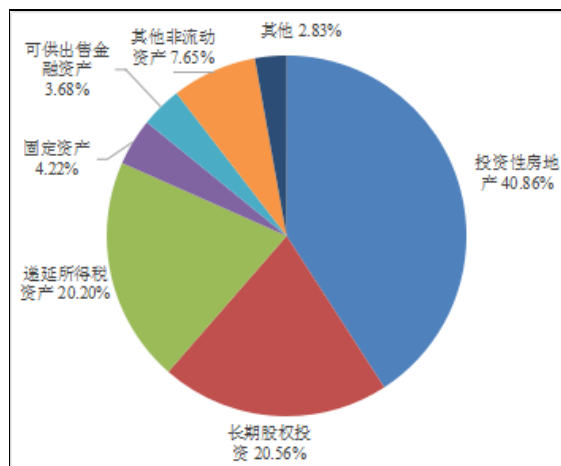
2016—2018 年，公司存货规模快速增长，年均复合增长 52.56%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 451.45 亿元，同比增长 53.71%，主要系随着公司房地产项目开发规模的扩大，投资规模增加所致。从存货构成上看，主要包括开发成本（占 94.98%）和开发产品

（占 4.71%）。截至 2018 年底，公司共计提存货跌价准备 3.01 亿元，其中对开发成本计提跌价准备 2.65 亿元、对开发产品计提跌价准备 0.36 亿元。公司计提跌价准备的存货主要为扬州君悦华府四期、天津熙园和荣颂庭院，系当地市场不及预期所致。

2016—2018 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 58.19%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 14.29 亿元，同比增长 36.73%，主要系待抵扣进项税、预缴增值税以及预缴土地增值税增加所致。

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 26.50%，主要系投资性房地产和递延所得税资产增长所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 65.65 亿元，同比增长 0.87%；公司非流动资产主要由投资性房地产（占 40.86%）、长期股权投资（占 20.56%）、递延所得税资产（占 20.20%）和其他非流动资产（占 7.65%）等构成。

图 3 2018 年底公司非流动资产构成



注：其他包括长期应收款、无形资产、商誉以及长期待摊费用等

资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司可供出售金融资产快速下降，年均复合下降 22.31%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 2.41 亿元，同比下降 32.01%，主要系出售部分金融资产所致。

公司长期股权投资全部为对联营企业的投资。2016—2018 年，公司长期股权投资快

速增长，年均复合增长15.99%。截至2018年底为13.50亿元，同比增长21.14%，主要系本期权益法下确认的投资收益1.18亿元以及收到的现金股利0.31亿元所致。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（6.97亿元，以下简称“宏发股份”）、重庆融联盛房地产开发有限公司（2.22亿元）、厦门华联电子有限公司（1.50亿元）等。其中，宏发股份为A股上市公司，截至2019年3月底，公司为宏发股份第二大股东，持有宏发股份12.64%的股份，目前宏发股份经营情况良好。

2016—2018年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长18.13%。截至2018年底，公司投资性房地产26.82亿元，同比增长8.17%，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21.72亿元（占80.98%）和在建工程4.74亿元（占17.67%）。公司投资性房地产按成本计量，累计折旧4.57亿元。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。

2016—2018年，公司固定资产快速增长，年均复合增长33.67%。截至2018年底，公司固定资产2.77亿元，同比增长9.06%，主要为房屋及建筑物1.65亿元（占59.57%），累计折旧1.04亿元。

2016—2018年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长327.06%。截至2018年底，公司其他非流动资产5.02亿元，同比下降62.84%，主要系公司理财产品到期减少9.50亿元所致。

截至2019年3月底，公司资产总额715.10亿元，较2018年底增长6.87%，主要系货币资金和存货的增长。其中流动资产占90.38%，非流动资产占9.62%，资产结构与2018年底相比变动不大。截至2019年3月底，公司货币资金91.98亿元，较2018年底增长12.13%，主要系筹资活动现金净流入规模较大所致；同期，公司存货489.57亿元，较2018年底增长8.44%，

主要系开发成本的增加；同期，公司投资性房地产29.88亿元，较2018年底增长11.39%。

截至2018年底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计149.43亿元，占2018年底资产总额的22.33%，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8 截至2019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	27.34	其他货币资金中不能随时用于支付的银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、按揭贷款保证金、经营性贷款保证金、项目施工保证金及预售保证金等
存货	115.24	抵押借款
投资性房地产	4.76	抵押借款、质押借款
固定资产	0.13	抵押借款
长期股权投资	1.96	抵押借款
合计	149.43	--

资料来源：公司提供

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。总体看，公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长40.19%。截至2018年底，公司所有者权益合计154.54亿元，同比增长29.31%，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64.64%，少数股东权益占35.36%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占21.02%、盈余公积占8.10%、权

益工具占 15.02%、未分配利润占 55.25%，资本公积、一般风险准备和其他综合收益合计占 0.61%。

2016—2018 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 86.54%，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），2018 年底，公司其他权益工具合计 15.00 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 154.83 亿元（含少数股东权益 54.00 亿元），较 2018 年底增长 0.19%，主要系未分配利润的增长；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 20.83%、盈余公积占 8.02%、未分配利润占 55.67%、其他权益工具占 14.88%，构成较 2018 年底变化不大。

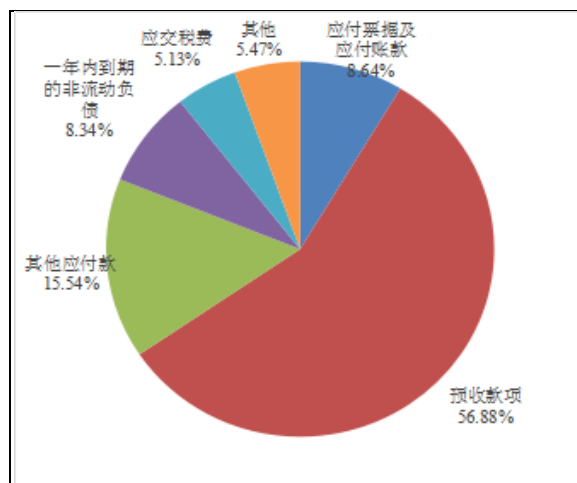
总体看，公司权益规模稳步增长，所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。

负债

2016—2018 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 44.47%，截至 2018 年底，公司负债总额 514.56 亿元，同比增长 36.40%，主要来自预收款项和其他应付款的增长。负债构成上，流动负债和非流动负债分别占 75.30% 和 24.70%。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 72.11%。截至 2018 年底，公司流动负债为 387.44 亿元，同比增长 46.41%，主要系预收款项、应付票据及应付账款和其他应付款的增长所致；公司流动负债主要由应付票据及应付账款（占 8.64%）、预收款项（占 56.88%）、其他应付款（占 15.54%）和一年内到期的非流动负债（占 8.34%）构成。

图 4 2018 年底公司流动负债构成



注：“其他”包含短期借款及应付职工薪酬等
资料来源：公司财务报告

公司应付票据及应付账款基本为应付账款。2016—2018 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 44.56%，主要系应付工程款的增长。截至 2018 年底，公司应付账款为 33.48 亿元，同比增长 67.79%，主要系随着公司房地产开发项目的增加，应付工程款增加所致。其中应付工程款 32.94 亿元（占 98.38%）。

2016—2018 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 64.93%。截至 2018 年底，公司预收款项 220.36 亿元，同比增长 43.30%，主要系预收售房款的增长，其中预收售房款占 97.99%。

公司其他应付款中应付利息数额较小，此部分其他应付款的分析不包含应付利息。2016—2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 139.80%。截至 2018 年底，公司其他应付款 60.20 亿元，同比增长 228.64%，主要系往来款增加所致，其中往来款占 92.46%。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 67.38%，截至 2018 年底为 32.30 亿元，同比下降 21.31%，主要由一年内到期的长期借款（占 78.36%）和一年内到期的应付债券（占 21.64%）构成。

2016—2018 年，公司其他流动负债快速增长，年均复合增长 326.45%。截至 2018 年底，

公司其他流动负债 11.25 亿元，同比增长 2.96%，主要为公司发行的超短期融资券。

2016—2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 4.80%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 127.12 亿元，同比增长 12.87%，系应付债券的增长；公司非流动负债主要包括长期借款（占 37.96%）、应付债券（占 52.56%）和其他非流动负债（占 8.56%）。

2016—2018 年，公司长期借款不断下降，年均复合下降 13.77%。截至 2018 年底，公司长期借款合计 48.26 亿元，同比下降 17.61%，主要系部分长期借款将于一年内到期重分类至一年内到期的非流动负债所致。

2016—2018 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 15.87%。截至 2018 年底，公司应付债券 66.82 亿元，同比增长 28.90%，包括“15 联发 02”“16 联发 01”“16 联发 02”“16 联发 03”“17 联发集 MTN001”及“18 联发集 MTN001”。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 560.26 亿元，较 2018 年底增长 8.88%，主要系预收

款项和长期借款的增长。截至 2019 年 3 月底，公司预收款项 249.29 亿元，较 2018 年底增长 13.12%，系预收售房款的增长；公司长期借款 81.59 亿元，较 2018 年底增长 69.07%，主要系公司项目投资需要、融资规模增加所致。截至 2019 年 3 月底，公司流动负债和非流动负债分别占 70.76%和 29.24%，流动负债占比有所下滑。

表 9 为截至 2019 年 6 月底公司存续债券明细，假设含权债均不行权，公司将于 2019 年 6—12 月到期的债券金额为 27.00 亿元、将于 2020 年到期的债券金额为 22.00 亿元、将于 2021 年到期的债券金额为 48.00 亿元，公司存续债券集中兑付压力不大；如含权债均于首次行权日行权、永续中期票据均于首次赎回日赎回，公司将于 2019 年 6—12 月到期的债券金额为 50.00 亿元、将于 2020 年到期的金额为 47.00 亿元、将于 2021 年到期的金额为 15.00 亿元，公司于 2019 年下半年和 2020 年或将面临较大规模的债券偿还压力。

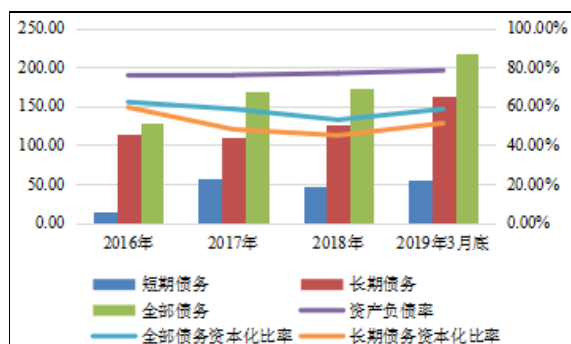
表 9 截至 2019 年 6 月底公司存续债券情况（单位：亿元、%）

债券名称	债券余额(亿)	票面利率	行权日	到期日
19 联发集 SCP002	10.00	3.53	--	2019-12-09
19 联发集 SCP001	10.00	3.55	--	2019-11-08
16 联发 01	7.00	3.84	--	2019-07-28
16 联发 02	8.00	3.85	2019-08-29	2021-08-29
16 联发 03	15.00	3.85	2019-09-26	2021-09-26
17 联发集 MTN003	5.00	6.20	2020-12-05	于公司赎回前长期存续
17 联发集 MTN002	10.00	6.20	2020-12-04	于公司赎回前长期存续
15 联发 02	10.00	4.20	--	2020-09-24
18 联发 01	10.00	5.73	2020-09-05	2021-09-05
17 联发集 MTN001	12.00	5.50	--	2020-05-08
18 联发 MTN001	12.00	5.10	--	2021-04-16
19 联发 PPN001	3.00	5.15	--	2021-01-30
合计	112.00	--	--	--

资料来源：wind，联合资信整理

本评级报告将其他流动负债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。2016—2018年，公司全部债务快速增长，年均复合增长16.16%，截至2018年底，公司全部债务173.64亿元，同比增长3.21%。其中，短期债务占27.46%，长期债务占72.54%。2016—2018年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率加权均值分别为76.40%、56.41%和48.72%，截至2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为76.90%、52.91%和44.90%，公司资产负债率同比小幅上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均有所下降，主要系公司权益规模增长幅度较大所致。若将永续中期票据计入债务，截至2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至79.14%、57.48%和50.25%。

图5 公司债务负担情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2019年3月底，公司全部债务218.06亿元，较2018年底增长25.58%，主要系长期借款增长所致；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为78.35%、58.48%和51.18%。公司整体债务负担较2018年底有所加重。若将永续中期票据计入债务核算，公司2019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80.45%、62.50%和55.91%。

总体看，公司债务结构以长期债务为主，

符合公司项目建设周期长的特点。公司债务规模持续增长，整体债务负担尚可。

3. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长29.46%，主要系房地产业务收入的增长。2018年，公司实现营业收入187.25亿元，同比增长45.44%，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，2016—2018年，年均复合增长23.01%，2018年发生营业成本133.79亿元，同比增长32.38%，低于当期营业收入增幅，公司营业利润率由2017年的16.38%上升至2018年的20.92%。

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。2016—2018年，公司期间费用年均复合增长20.23%，分别为5.64亿元、6.88亿元和8.16亿元。期间费用以销售费用为主，近三年销售费用占期间费用比例分别为76.13%、71.65%和64.91%；财务费用占比逐年上升，分别为17.22%、20.95%和27.77%。2016—2018年，公司期间费用率分别为5.05%、5.34%和4.36%，波动下降。总体看，公司期间费用控制能力较强。

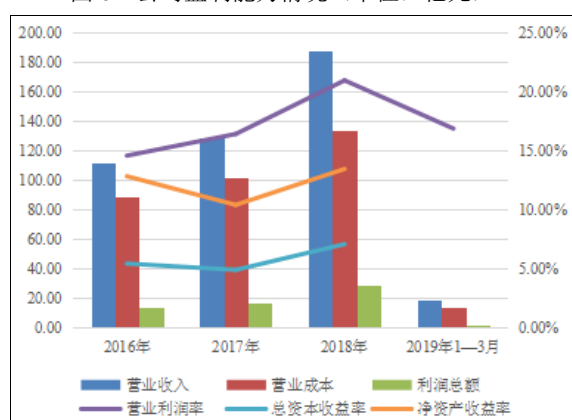
2016—2018年，公司资产减值损失快速增长，年均复合增长110.69%，分别为0.78亿元、1.28亿元和3.47亿元，2018年增长主要系坏账损失和存货跌价损失增长所致。2016—2018年，公司投资收益波动下降，年均复合下降33.02%，2018年为1.55亿元，同比下降58.68%，主要系2017年处置长期股权投资产生的收益1.92亿元、2018年处置长期股权投资收益仅为38.17万元；2016—2018年，公司营业外收入分别为0.14亿元、0.20亿元和0.09亿元，营业外支出分别为0.04亿元、0.09亿元和0.29亿元。公司非经营性损益规模不大。

2016—2018年，公司营业利润和利润总

额均快速增长，年均复合增长47.18%和46.17%，2018年分别为29.04亿元和28.85亿元，同比分别增长72.82%和70.54%。公司非经营性损益对公司利润总额影响较小。

从盈利指标看，2016—2018年，公司营业利润率持续增长，总资本收益率和净资产收益率均波动增长，三年加权均值分别为18.28%、6.05%和12.37%，2018年上述指标分别为20.92%、7.04%和13.41%，均较2017年有所提升。

图6 公司盈利能力情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2019年1—3月，公司实现营业收入18.33亿元，为2018年全年的9.79%，同比增长10.89%；同期公司实现利润总额1.88亿元，为2018年全年的6.52%，同比下降42.86%，系结转项目波动原因导致营业成本增长；营业利润率为16.83%，较2018年下滑4.09个百分点。

总体看，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，营业收入和利润规模持续增长，整体盈利能力有所增强；受结转项目及结转进度差异的影响，公司2019年一季度经营情况有所波动。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均持续下滑，三年

加权均值分别为170.27%和49.05%；2018年底，上述指标分别为155.75%和39.23%，分别较2017年底下降7.38个百分点和12.91个百分点；截至2019年3月底，上述指标分别为163.03%和39.53%，分别较2018年底上升7.28个百分点和0.30个百分点。2016—2018年，公司经营现金流动负债比率加权均值为-5.36%，2018年公司经营现金流动负债比为-1.75%。2016—2018年及2019年3月底，公司现金类资产分别为44.42亿元、69.78亿元、83.20亿元和93.14亿元，分别为同期短期债务的3.17倍、1.21倍、1.74倍和1.64倍，公司现金类资产对短期债务的保障能力尚可。公司流动负债中预收款项占比较大，预收款项主要是房屋预售款，实际无需现金偿付。综合考虑，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为15.37亿元、19.42亿元和32.26亿元，2018年较2017年增加12.84亿元。2018年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为2.92倍和5.38倍，EBITDA利息倍数较2017年的2.33倍小幅提升，全部债务/EBITDA较2017年的8.66倍有所下滑。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年3月底，公司对外担保合计13.76亿元，担保比率8.89%，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85.72亿元；为购房人提供的按揭担保为168.15亿元，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。总体看，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2019年3月底，公司在多家银行获得授信总额为233.15亿元，尚未使用额度为144.72亿元，公司间接融资渠道较畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为G1035020600033910V），截至2019年7月12日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷信息中有3笔欠息，为银行系统问题所致，相关利息公司均已付清。

6. 母公司财务分析

资产方面，2016—2018年，母公司资产总额快速增长，年均复合增长40.82%。截至2018年底，母公司资产总额314.90亿元，同比增长18.81%。其中，流动资产270.72亿元（占85.97%），非流动资产44.17亿元（占14.03%），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91.68%）以及货币资金（占7.81%）。截至2018年底，母公司其他应收款248.20亿元，同比增长20.63%，主要为与下属子公司的往来款；截至2018年底，母公司货币资金21.15亿元，同比增长103.06%，系2018年资金回笼增多所致。母公司非流动资产主要构成为长期股权投资（占79.82%）、投资性房地产（占11.09%）以及可供出售金融资产（占7.99%）。截至2018年底，母公司长期股权投资35.26亿元，同比增长18.11%，主要为持有的下属子公司的股权；截至2018年底，母公司投资性房地产4.90亿元，同比下降0.97%，为自持的用于出租的物业；截至2018年底，母公司可供出售金融资产3.53亿元，同比下降27.95%，主要系出售部分金融资产所致。

负债方面，2016—2018年，母公司负债总额快速增长，年均复合增长50.68%。截至2018年底，母公司负债总额228.66亿元，同比增长22.76%，其中流动负债150.25亿元（占65.71%）、非流动负债78.41亿元（占34.29%），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78.24%）、一年内到期的非流动负债（占12.35%）和其他流动负债（占6.82%）。截至2018年底，母公司其他应付款

117.55亿元，同比增长64.31%，主要为往来款；截至2018年底，母公司一年内到期的非流动负债18.55亿元，同比下降18.71%；截至2018年底，母公司其他流动负债10.25亿元，同比增长0.95%，主要为应付短期债券。非流动负债构成主要为应付债券（占85.21%）、长期借款（占8.23%）和其他非流动负债（占6.38%）。截至2018年底，母公司应付债券66.81亿元，同比增长28.90%，母公司为公开市场债务融资主体，合并口径存续债券基本为母公司存续债券；截至2018年底，母公司长期借款6.46亿元，同比下降70.74%，主要系部分长期借款将于一年内到期重分类至一年内到期的非流动负债所致。有息债务方面，截至2018年底，母公司全部债务107.07亿元。其中，短期债务占比26.90%、长期债务占比73.10%，债务构成以长期债务为主；债务指标方面，截至2018年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为72.62%、55.38%和47.56%，母公司整体债务负担较重。

盈利能力方面，2018年母公司实现营业收入10.61亿元，营业成本3.57亿元。2018年，母公司实现营业利润9.76亿元，利润总额9.74亿元，利润主要来源于投资收益（2018年为5.78亿元）。

总体看，母公司本部为公开市场债务融资主体，有息债务规模相对较大，母公司利润来源依赖于对下属子公司的投资收益，母公司整体债务负担较重，盈利能力一般。

7. 抗风险能力

公司是厦门市大型房地产开发商，股东背景良好，区域性品牌优势明显，从业经验丰富，近年维持较大规模的投资开发力度，盈利能力较强，整体抗风险能力很强。

九、结论

房地产行业是国民经济的基础性传统行

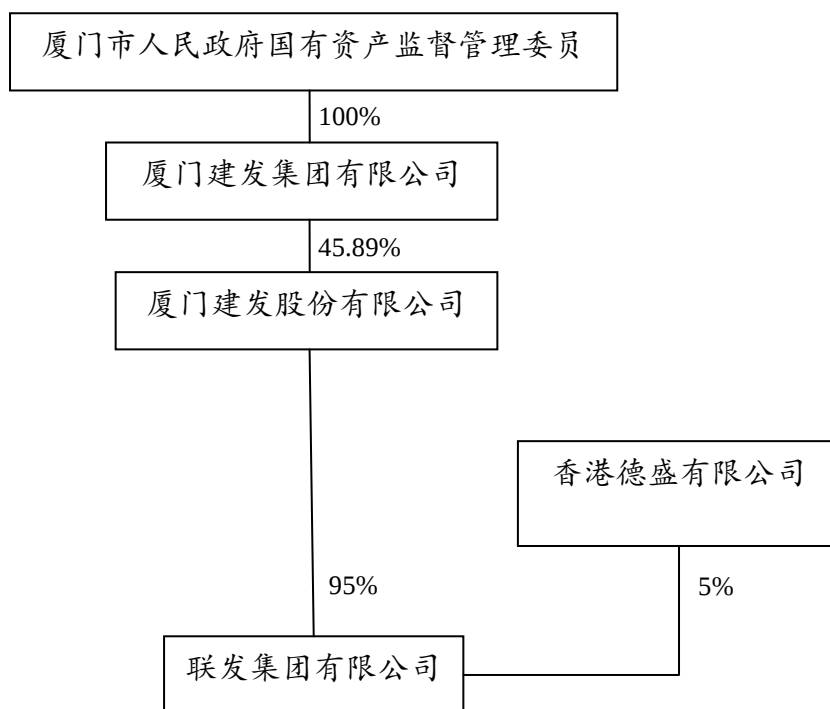
业之一，在国民经济中具有重要地位，但受国家宏观政策和经济周期影响较大。公司作为厦门地区知名房地产企业，在股东背景、开发经验、品牌知名度等方面具备一定优势。2018年公司签约销售金额有所增长，自持物业所处区域位置较好，为公司未来盈利提供良好保障。

2018 年，公司加大开工力度，在建规模有所上升，随着公司在建及拟建项目的陆续销售，公司有望保持良好的经营状况。

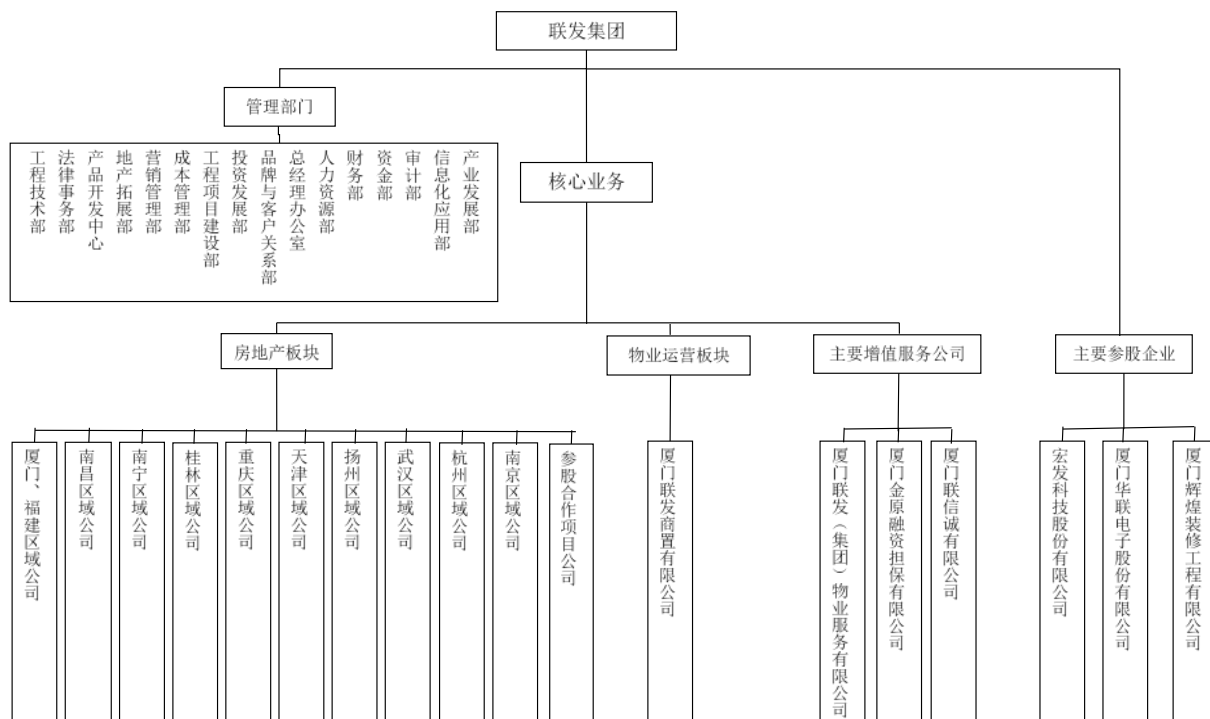
公司资产构成以货币资金和存货为主，存货的变现能力受房地产市场波动影响明显，部分城市项目存在一定的跌价风险。公司债务结构以长期债务为主，符合公司项目建设周期长的特点，公司整体债务负担尚可。

基于对公司主体长期信用状况的综合分析，联合资信认为公司主体长期信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司合并范围情况

序号	子公司名称	注册地	主营业务	注册资本		持股比例 (%) (直接)	持股比例 (%) (间接)
				币种	金额		
					(万元)		
1	联发集团武汉投资建设有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	10640.00	100.00	--
2	武汉红莲海悦投资建设有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
3	武汉红莲湖国际旅游度假开发有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
4	武汉红莲湾生态旅游发展有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
5	武汉联楚房地产开发有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	2000.00	--	100.00
6	武汉联鼎投资建设有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
7	武汉联齐房地产开发有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
8	武汉联永房地产开发有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
9	武汉联越房地产开发有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
10	武汉怡景湾旅游发展有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
11	厦联发有限公司	香港	贸易	美元	17.00	100.00	--
12	厦门丽轩酒店	厦门	酒店业	人民币	300.00	49.00	51.00
13	桂林联达置业有限公司	桂林	房地产开发	人民币	4150.00	10.00	90.00
14	厦门联欣泰投资有限公司	厦门	投资	人民币	2000.00	--	100.00
15	厦门联仪通有限公司	厦门	生产、贸易	人民币	600.00	--	100.00
16	厦门联信诚有限公司	厦门	贸易	人民币	6000.00	100.00	--
17	厦门联发商置有限公司	厦门	物业租赁及管理	人民币	9360.00	100.00	--
18	厦门联发同安置业有限公司	厦门	物业租赁及管理	人民币	800.00	--	100.00
19	厦门联发电子广场管理有限公司	厦门	物业租赁及管理	人民币	300.00	--	70.00
20	厦门联发电子商城开发有限公司	厦门	物业租赁及管理	人民币	7000.00	70.00	--
21	桂林江与城房地产开发有限公司	桂林	房地产开发	人民币	5000.00	--	51.00
22	桂林鑫联泰房地产有限公司	桂林	房地产开发	人民币	5000.00	--	51.00
23	联发集团桂林联泰置业有限公司	桂林	房地产开发	人民币	2000.00	100.00	-
24	联发集团天津联盛房地产开发有限公司	天津	房地产开发	人民币	15000.00	--	51.00
25	桂林联发盛泰物业服务有限公司	桂林	物业管理	人民币	50.00	--	100.00
26	厦门联发（集团）房地产有限公司	厦门	房地产开发	人民币	2000.00	100.00	--
27	厦门联发（集团）物业服务有限公司	厦门	物业管理	人民币	500.00	--	100.00
28	广西联发呈辉房地产开发有限公司	南宁	房地产开发	人民币	3000.00	100.00	--
29	联发集团桂林联盛置业有限公司	桂林	房地产开发	人民币	2000.00	100.00	--
30	联发集团桂林益联盛置业有限公司	桂林	房地产开发	人民币	20000.00	100.00	--

31	联发集团南昌联宏房地产开发有限公司	南昌	房地产开发	人民币	3000.00	100.00	--
32	联发集团厦门房产代理有限公司	厦门	销售代理业	人民币	100.00	70.00	30.00
33	联发集团天津房地产开发有限公司	天津	房地产开发	人民币	3000.00	100.00	--
34	联发集团武汉房地产开发有限公司	武汉	房地产开发	人民币	2000.00	100.00	--
35	联发集团扬州房地产开发有限公司	扬州	房地产开发	人民币	20000.00	100.00	--
36	联发集团重庆房地产开发有限公司	重庆	房地产开发	人民币	2000.00	100.00	--
37	南昌联发置业有限公司	南昌	房地产开发	人民币	3000.00	100.00	--
38	南宁联发置业有限公司	南宁	房地产开发	人民币	2000.00	100.00	--
39	厦门金原融资担保有限公司	厦门	担保业	人民币	12000.00	80.00	--
40	重庆诚毅房地产开发有限公司	重庆	房地产开发	人民币	2000.00	80.00	--
41	漳州龙福房地产开发有限公司	漳州	房地产开发	人民币	2000.00	--	55.00
42	厦门市博维科技有限公司	厦门	节能技术推广、合同能源	人民币	1500.00	66.67	--
43	厦门丝柏科技有限公司	厦门	信息系统集成服务、软件	人民币	2000.00	45.00	10.00
44	厦门湖里一九八一文创园运营管理有限公司	厦门	物业管理、会议及展览服务、文化艺术	人民币	500.00	--	100.00
45	厦门安联企业有限公司	厦门	厨具、家用金属制品及车用零部件的开发、设计、生产和销售	美元	297.00	33.33	66.67
46	莆田联欣盛电商产业园开发有限公司	莆田	房地产开发	人民币	10000.00	--	80.00
47	联发集团天津联和房地产开发有限公司	天津	房地产开发	人民币	3000.00	100.00	--
48	重庆联金盛置业有限公司	重庆	房地产开发	人民币	22000.00	--	100.00
49	南宁联泰房地产开发有限公司	南宁	房地产开发	人民币	10000.00	70.00	--
50	莆田联欣泰置业有限公司	莆田	房地产开发	人民币	5000.00	--	100.00
51	扬州联成置业有限公司	扬州	房地产开发	人民币	30000.00	--	60.00
52	联发集团南京房地产开发有限公司	南京	房地产开发	人民币	5000.00	70.00	30.00
53	联发集团天津联创房地产开发有限公司	天津	房地产开发	人民币	3000.00	--	100.00
54	柳州联发置业有限公司	柳州	房地产开发	人民币	5000.00	100.00	--
55	江西洪都新府置业有限公司	南昌	房地产开发	人民币	30000.00	--	80.00
56	联发集团赣州房地产开发有限公司	赣州	房地产开发	人民币	5000.00	--	100.00
57	赣州恒润房地产开发有限公司	赣州	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
58	厦门联发工程管理有限公司	厦门	工程管理服务；企业管理咨询；电气设备批发	人民币	1000.00	100.00	--

59	厦门联客荟社区服务有限公司	厦门	零售业务	人民币	50.00	--	100.00
60	天津联蓟房地产开发有限公司	天津	房地产开发	人民币	3000.00	--	100.00
61	南宁联宜创盛置业有限公司	南宁	房地产开发	人民币	3000.00	--	51.00
62	厦门汀溪小镇开发有限公司	厦门	房地产开发	人民币	2000.00	70.00	--
63	联发集团杭州房地产开发有限公司	杭州	房地产开发	人民币	10000.00	100.00	--
64	联发-财通定增1号资产管理计划	上海	资产管理	人民币	3000.00	100.00	--
65	联发-财通新三板资产管理计划	上海	资产管理	人民币	5000.00	100.00	--
66	联发集团杭州联嘉房地产开发有限公司	杭州	房地产开发	人民币	10000.00	100.00	--
67	南宁联俊创尊投资有限公司	南宁	房地产开发	人民币	9800.00	--	50.50
68	厦门联发投资有限公司	厦门	产业投资	人民币	1000.00	--	100.00
69	福建省联发英良置业有限公司	南安	房地产开发	人民币	18060.00	--	63.00
70	厦门文都软件教育投资有限公司	厦门	教育产业投资	人民币	1000.00	100.00	--
71	厦门联发文化产业投资有限公司	厦门	投资管理	人民币	1000.00	--	--
72	天津联禹置业有限公司	天津	房地产开发	人民币	15000.00	--	52.00
73	厦门市前格花田溪谷开发有限公司	厦门	游览景区管理、餐饮管理	人民币	100.00	--	100.00
74	南宁联发盛世置业有限公司	南宁	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
75	广西江之星装饰工程有限公司	南宁	装修装饰工程	人民币	800.00	--	51.00
76	福建联梁盛房地产开发有限公司	南安	房地产开发	人民币	5000.00	--	51.00
77	厦门柒美社文创产业投资管理有限公司	厦门	投资管理、文化艺术策划	人民币	2000.00	--	95.00
78	福建省邦宏投资管理有限公司	厦门	投资管理、自有物业经营	人民币	500.00	--	95.00
79	CDMA Australia Pty Ltd.	澳大利亚	房地产开发	澳元	100	--	40.00
80	LFMA Pty Ltd.	澳大利亚	房地产开发	澳元	1000.00	--	40.00
81	联发集团联翔（杭州）房地产开发有限公司	杭州	房地产开发	人民币	10000.00	100.00	--
82	厦门鼓浪屿投资发展有限公司	厦门	投资	人民币	10000.00	51.00	--
83	重庆联筑房地产开发有限公司	重庆	房地产开发	人民币	5000.00	--	100.00
84	南昌联辉置业有限公司	南昌	房地产开发	人民币	3000.00	--	100.00
85	财通基金-联发2号资产管理计划	上海	资产管理	人民币	5000.00	100.00	--
86	鄂州联诚房地产开发有限公司	湖北鄂州	房地产开发	人民币	2000.00	--	100.00
87	九江市桂联房地产开发有限公司	九江	房地产开发	人民币	2000.00	--	50.00
88	厦门联悦欣投资有限公司	厦门	房地产开发	人民币	2000.00	--	100.00
89	南宁嘉利信装饰装修工程有限公司	南宁	房地产开发	人民币	800.00	--	100.00
90	桂林联欣置业有限公司	桂林	房地产开发	人民币	1500.00	--	100.00
91	联悦泰（厦门）置业有限公司	厦门	房地产开发	人民币	2000.00	--	100.00

92	苏州联憬房地产开发有限公司	苏州	房地产开发	人民币	2000.00	--	100.00
93	九江联昌物业服务服务有限公司	九江	物业管理	人民币	50.00	--	100.00
94	赣州联达房地产开发有限公司	赣州	房地产开发	人民币	3000.00	--	100.00
95	莆田联涵泰置业有限公司	莆田	房地产开发	人民币	2000.00	--	100.00
96	镇江联启房地产开发有限公司	镇江	房地产开发	人民币	2000.00	--	34.00
97	上海灏泽置业有限公司	上海	房地产开发	人民币	500.00	--	100.00
98	天津禹洲润成置业有限公司	天津	房地产开发	人民币	6200.00	--	51.00
99	莆田联悦欣置业有限公司	莆田	房地产开发	人民币	2000.00	--	100.00
100	欣卓美（厦门）商业运营管理有限公司	厦门	物业租赁及管理	人民币	2000.00	--	100.00
101	南昌联旅置业有限公司	南昌	房地产开发	人民币	80000.00	--	51.00
102	南京联陵物业服务服务有限公司	南京	物业管理	人民币	50.00	--	100.00
103	江门联粤物业服务服务有限公司	江门	物业管理	人民币	50.00	--	100.00
104	九江联旅置业有限公司	九江	房地产开发	人民币	2000.00	--	51.00
105	联发集团九江房地产开发有限公司	九江	房地产开发	人民币	1000.00	--	100.00
106	建联集成（厦门）科技有限公司	厦门	信息系统集成服务、软件	人民币	500.00	--	51.00
107	重庆金江联房地产开发有限公司	重庆	房地产开发	人民币	80000.00	--	50.00
108	镇江扬启房地产开发有限公司	镇江	房地产开发	人民币	2000.00	--	51.00
109	桂林欣联业置业有限公司	桂林	房地产开发	人民币	5000.00	--	100.00
110	泉州世茂世悦置业有限公司	泉州	房地产开发	人民币	43000.00	--	31.00
111	沧奎(厦门)置业有限公司	厦门	房地产开发	人民币	145500.00	--	25.00
112	厦门欣湖房屋征迁服务有限公司	厦门	房屋征收与补偿服务	人民币	200.00	--	100.00
113	苏州联康物业服务服务有限公司	苏州	物业管理	人民币	50.00	--	100.00
114	天津联龙房地产开发有限公司	天津	房地产开发	人民币	20000.00	--	51.00
115	南昌联悦置业有限公司	南昌	房地产开发	人民币	3000.00	--	100.00
116	江门联粤房地产开发有限公司	江门	房地产开发	人民币	2000.00	100.00	--
117	天津联达房地产开发有限公司	天津	房地产开发	人民币	3000.00	--	100.00
118	漳州联悦置业有限公司	漳州	房地产开发	人民币	37650.00	--	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.42	69.78	83.20	93.14
资产总额(亿元)	325.17	496.75	669.10	715.10
所有者权益合计(亿元)	78.64	119.51	154.54	154.83
短期债务(亿元)	14.03	57.82	47.68	55.74
长期债务(亿元)	114.66	110.41	125.96	162.31
全部债务(亿元)	128.69	168.23	173.64	218.05
营业收入(亿元)	111.73	128.75	187.25	18.33
利润总额(亿元)	13.50	16.92	28.85	1.88
EBITDA(亿元)	15.37	19.42	32.26	--
经营性净现金流(亿元)	-3.43	-34.91	-6.79	-21.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	30.42	18.07	22.70	--
存货周转次数(次)	0.47	0.41	0.36	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.31	0.32	--
现金收入比(%)	116.26	157.68	142.56	264.55
营业利润率(%)	14.54	16.38	20.92	16.83
总资本收益率(%)	5.39	4.84	7.04	--
净资产收益率(%)	12.79	10.37	13.41	--
长期债务资本化比率(%)	59.32	48.25	44.90	51.18
全部债务资本化比率(%)	62.07	58.47	52.91	58.48
资产负债率(%)	75.82	75.94	76.90	78.35
流动比率(%)	217.25	163.13	155.75	163.03
速动比率(%)	68.96	52.14	39.23	39.53
经营现金流动负债比(%)	-2.62	-13.19	-1.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.62	2.33	2.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.37	8.66	5.38	--

注：2019 年一季度财务报表未经审计；将其他流动负债中的有息部分计入短期债务及相关指标核算；2017 年、2018 年及 2019 年 3 月底，所有者权益均包含 15 亿元永续中期票据

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 联发集团有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在联发集团有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

联发集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。联合资信将在发行人年报公布后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

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项，联发集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

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

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