

信用等级公告

联合[2016] 2713 号

联合资信评估有限公司通过对联发集团有限公司及其拟发行的
2017 年度第一期中期票据的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⁺

联发集团有限公司
2017 年度第一期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十一月二十五日



联发集团有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

担保方长期信用等级：AAA

担保方评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：12 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：用于项目建设

评级时间：2016 年 11 月 25 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
现金类资产(亿元)	13.09	19.44	23.39	35.27
资产总额(亿元)	228.46	243.49	253.64	269.79
所有者权益(亿元)	50.81	60.67	61.13	60.48
短期债务(亿元)	39.13	19.03	28.28	18.89
长期债务(亿元)	57.83	70.74	73.40	85.62
全部债务(亿元)	96.96	89.77	101.68	104.51
营业收入(亿元)	65.87	70.11	90.94	36.04
利润总额(亿元)	12.20	11.76	11.62	4.76
EBITDA(亿元)	13.06	13.14	12.97	--
经营性净现金流(亿元)	-4.79	12.73	6.08	20.13
营业利润率(%)	21.19	15.29	15.52	17.53
净资产收益率(%)	18.21	14.35	14.14	--
资产负债率(%)	77.76	75.08	75.90	77.58
全部债务资本化比率(%)	65.61	59.67	62.45	63.35
流动比率(%)	161.37	192.67	186.44	185.88
全部债务/EBITDA(倍)	5.72	6.82	7.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	1.62	1.93	--

注：2016 年上半年财务数据未经审计；2013~2014 年短期债务和全部债务考虑了其他应付款中有息债务。

评级观点

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）是以房地产开发、物业租赁及服务为主业，以供应链运营业务、房地产上下游增值服务业务及投资为辅的国有企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对联发集团的评级反映了公司作为厦门地区知名房地产企业，股东背景良好、近年来房地产销售面积持续增长等优势；同时联合资信也关注到公司面临较大去化压力、整体债务负担较重、未来筹资压力较大、所有者权益稳定性偏弱等因素对其信用水平带来的的不利影响。

未来随着在建及拟建房地产项目的开发销售，以及公司物业租赁管理业务的获利能力的提升，公司整体收入规模有望持续增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供本息全额不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，建发股份的主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，显著提升本期中期票据的安全性。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是厦门市国有房地产开发企业，区域品牌优势明显，近年来房地产销售面积快速增长。
2. 公司控股股东厦门建发股份有限公司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。
3. 公司在售及在建项目规模较大未来几年可提供较大规模可售房产，土地储备规模能够满足公司未来发展需求。

分析师

刘珺轩 刘艳婷 陈茜

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

4. 公司持有物业和宏发股份股权均以历史成本入账, 物业具有良好升值潜力, 股权市场增值规模较大, 变现能力较强。
5. 本期中期票据由建发股份提供不可撤销的连带责任担保, 显著提升了本期中期票据到期偿付的安全性。

关注

1. 房地产行业受宏观政策调控影响显著, 未来房地产市场运行仍存在不确定性。公司土地储备多位于二三线城市, 面临较大去库存压力。
2. 公司债务负担较重, 在建项目较多, 未来面临较大的筹资压力。
3. 公司所有者权益中未分配利润占比大, 稳定性较弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与联发集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与联发集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因联发集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由联发集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、联发集团有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

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%、20% 和 5%。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 亿元增至 21 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。

截至 2016 年 6 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%（直接持股 75%，通过昌富利间接持股 20%），公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会。

公司经营范围：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 2015 年底，公司合并资产总额 253.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益 3.60 亿元）61.13 亿元；2015 年，公司实现营业收入 90.94 亿元，利润总额 11.62 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司合并资产总额 269.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益 2.89 亿元）60.48 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 36.04 亿元，利润总额 4.76 亿元。

公司地址：厦门市湖里区湖里大道 31 号；

二、本期中期票据概况

公司已于 2017 年注册额度为 24 亿元的中期票据，本期计划发行 2017 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 12 亿元，发行期限 3 年。募集资金用途为项目建设，其中 7.00 亿元将用于重庆联金盛置业有限公司负责开发的联发欣悦商品房项目、5.00 亿元将用于南宁联泰房地产开发有限公司负责开发的联发君澜商品房项目。

联发君悦商品房项目

联发君悦商品房项目为公司自主开发项目，该项目位于重庆市九龙坡区大杨石组团 QF 分区，项目规划建筑面积约 24.50 万平方米，系由重庆联金盛置业有限公司通过竞拍方式取得。项目定位为刚需，产品由 7 栋高层住宅楼，1 条两层商业街，社区配套及物业管理用房组成。

项目预计总投资 14.90 亿元，项目资本金 5.75 亿元已全部到位。

截至 2016 年 9 月底，项目已取得国有土地使用证、环评批复、建筑用地规划许可证、建筑工程规划许可证以及建筑工程施工许可证。目前该项目尚处于建设阶段，预计项目整体将于 2018 年 6 月完工。

联发君澜商品房项目

联发君澜商品房项目为公司自主开发项目，项目位于南宁市青秀区长虹路 12 号。项目规划总建筑面积约 40.39 万平方米，系由南宁联泰房地产开发有限公司通过竞价转让方式取得，并与南宁市国土资源局签订了《国有建设用地使用权出让合同》，合同编号为：

南宁土补出（审）字20150022号。项目定位为高端住宅物业，产品由19栋高层住宅楼、1栋三层商业楼、1栋高层商务办公楼、一栋三层幼儿园，社区配套及物业管理用房组成。

项目预计总投资25.00亿元，项目资本金13.43亿元已全部到位。

截至2016年9月底，项目已取得国有土地使用证、环评批复、建筑用地规划许可证、建筑工程规划许可证以及建筑工程施工许可证。目前该项目尚处于建设阶段，预计项目整体将于2019年11月完工。

本期中期票据由厦门建发股份有限公司提供本息全额不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)处于较低水平，制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，

改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值(GDP)一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放

权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

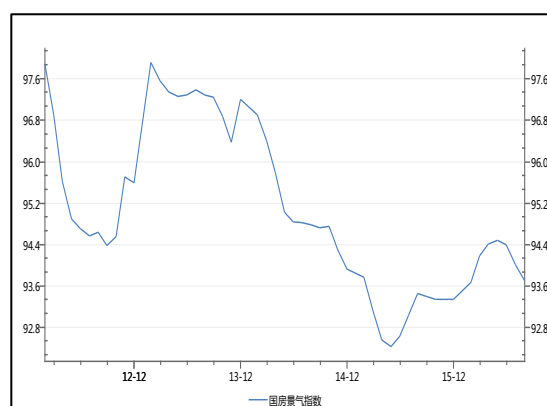
在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等

经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业发展情况

图 1 2012 年以来国房景气指数（频率：月）

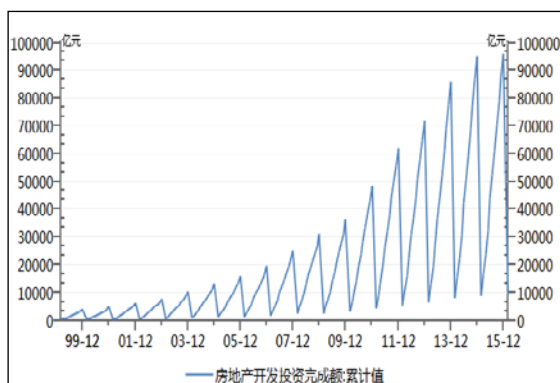


资料来源：wind资讯

进入 2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

房地产投资：2015 年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%。房屋开工/竣工面积：2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。房地产销售：2015 年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

图2 房地产开发投资完成额



资料来源: wind资讯

2016年1~9月,全国房地产开发投资74598亿元,同比名义增长5.8%(扣除价格因素实际增长7.1%),增速比1~8月份提高0.4个百分点。其中,住宅投资49931亿元,增长5.1%,增速提高0.3个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为66.9%。2016年1~9月份,房地产开发企业房屋施工面积716029万平方米,同比增长3.2%,增速比1~8月份回落1.4个百分点;其中,住宅施工面积491031万平方米,增长1.7%。房屋新开工面积122655万平方米,增长6.8%,增速回落5.4个百分点;其中,住宅新开工面积84681万平方米,增长6.7%。房屋竣工面积57112万平方米,增长12.1%,增速回落7个百分点;其中,住宅竣工面积42068万平方米,增长11.3%。同期,房地产开发企业土地购置面积14917万平方米,同比下降6.1%,降幅比1~8月份收窄2.4个百分点;土地成交价款5569亿元,增长13.3%,增速提高5.4个百分点。2016年1~9月,商品房销售面积商品房销售面积105185万平方米,同比增长26.9%,增速比1~8月份提高1.4个百分点。其中,住宅销售面积增长27.1%,办公楼销售面积增长33.5%,商业营业用房销售面积增长19.0%。商品房销售额80208亿元,增长41.3%,增速提高2.6个百分点。其中,住宅销售额增长43.2%,办公楼销售额增长50.8%,商业营业用房销售额增长21.7%。相关政策的出台刺激

了购房需求,一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力,2016年前三季度,中国房地产市场延续回暖趋势。

房地产供求与信贷环境

2014年,市场整体供大于求,库存升至历史高位,去化压力较大。20个代表城市成交量同比下降8.6%,供应量同比增长3.2%,销供比为0.82,较2013年的0.93明显下降。其中,北京当年成交减少而供应增加,销供比仅为0.64,与2013年1.53的水平差距较大;上海、广州、武汉也由2013年的供需基本平衡转为2014年的供大于求,销供比分别下降至0.80、0.70、0.88。2014年前三季度,市场销售下降、供应增加,推动整体库存持续攀升,出清周期延长。进入四季度,销售有所回升,库存仍高位盘整,截至2014年底,20个代表城市可售面积为18782万平方米,环比增长1.8%,较2013年同期增长25.5%,为近五年以来最高水平。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快,长效机制顶层设计有序推进。2014年11月,《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台,提出稳定完善农村土地承包关系,规范引导农村土地经营权有序流转。同时,国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》,对大力推进节约集约用地进行整体部署,实现“控总量、挤存量、提质量”,东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主,率先压减新增建设用地规模。

2015年,中国房地产市场区域分化仍较为严重,整体仍呈现供大于求,库存升至历史高位。其中,一线城市房价畸高,部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高,房价承压。同期的土地成交市场偏弱,全国房地产开发企业土地购置面积为22811万平方米,同比下降31.70%,降幅扩大;土地成交价款为7622亿

元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2014 年，房地产贷款余额 17.37 万亿元，同比增长 18.9%，无论是开发型还是消费型房地产贷款均呈上升态势。2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

政策环境

2015 年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商

业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低

30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域、化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。2016 年下半年以来，热点城市楼市调控收紧政策不断加码升级，一线及二线经济强市商品房销量和售价或将出现回调，后续走势取决于下一步政策走向；而非热点地区的二、三线以下城市仍需依赖加大政策力度库存，商办地产库存继续承压。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情

况。

2. 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 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，厦门市地区生产总值（GDP）3466.01 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.2%。按常住人口计算的人均地区生产总值 90378 元，增长 5.3%，折合 14514 美元。2015 年，厦门市全社会固定资产投资 1896.52 亿元，比上年增长 20.6%。2015 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值 1254.06 亿元，增长 7.9%，占全市地区生产总值的 36.2%。截至 2015 年末，全市规模以上工业企业 1647 家，实现工业总产值 5030.81 亿元，比上年增长 8.1%。其中产值超亿元的企业 546 家，实现产值 4263.93 亿元，占全市规模以上工业总产值的 84.8%。

2015 年 4 月 21 日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积 43.78 平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。

2015 年，厦门市完成房地产开发投资 774.07 亿元，增长 9.9%，占固定资产投资（不含农户）的 41.0%。其中土地购置费 297.22 亿元，增长 22.7%，占房地产投资的 38.4%。全市商品房施工面积 4333.83 万平方米，增长 2.7%；商品房新开工面积 592.47 万平方米，下降 19.9%；商品房销售面积 570.83 万平方米，下降 27.8%，销售额 920.29 亿元，下降 24.3%。

总体看，公司所在厦门区域经济保持平

稳较快发展，居民消费能力不断提高，经济的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。厦门自贸区利好政策为厦门地区未来的经济发展增加动力，但联合资信也关注到自贸区政策的推行和效果实现易受两岸关系的影响。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 6 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%（直接持股 75%，通过昌富利间接持股 20%），建发股份的控股股东是厦门建发集团有限公司。公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模

公司是以房地产开发为主业，以持有性物业经营和供应链运营业务为辅的国有企业，拥有房地产开发一级资质。经过 30 年的发展，公司项目开发区域已涵盖厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、鄂州和漳州等二、三线重要城市，项目地理位置优越。截至 2016 年 6 月底，公司累计开发总建筑面积 869 万平方米，土地储备 309.64 万平方米。

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“2016 中国房地产百强企业”位列第 52 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 9 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，副董事长 1 人，其他董事 5 人。高级管理人员 7 名，其中常务副总经理 1 名，副总经理 6 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 2016 年 6 月底，公司共有在职员工 2547 人。从学历构成看，公司本科及以上学历者占比 23.68%，大专学历者占比 15.94%，大专以下学历者占比 60.38%；从年龄构成看，公司 50 岁以上占比 11.90%，30~50 岁占比 54.69%，30 岁以下占比 33.41%。

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 2016 年 6 月底，建发集团持股 44.97%。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团 100% 股权，为建发股份实际控制人。

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。根据财富杂志“中国上市公司 500 强”排行榜，建发股

份 2015 年位列第 43 位。供应链运营业务方面，建发股份共有浆纸、钢铁、矿产、农产品、轻纺、化工、机电、汽车、酒类和综合物流服务 10 大核心业务，在全国主要城市建立了贸易分销机构，拥有健全的贸易业务网络和物流设施，构建了以贸易为核心、以仓储物流为基础、以实业投资和金融服务为纽带的完整价值链。据中国对外经济贸易统计学会统计，建发股份列 2015 年中国对外贸易 500 强企业第 70 位。

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 2016 年 3 月底，建发股份合计拥有土地储备建筑面积 359.62 万平方米，分布于厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉等城市。

截至 2015 年底，建发股份合并资产总额 994.33 亿元，所有者权益 266.70 亿元（含少数股东权益 75.75 亿元）；2015 年建发股份实现营业收入 1280.89 亿元，利润总额 50.24 亿元。

截至 2016 年 6 月底，建发股份资产总额 1204.60 亿元，所有者权益 260.74 亿元（其中少数股东权益 64.98 亿元）。2016 年 1~6 月，建发股份实现营业收入 551.80 亿元，利润总额 14.75 亿元。

截至 2016 年 6 月底，建发股份为公司提供了 37.53 亿元的担保额度，实际在保额为 26.19 亿元。根据《联发集团有限公司 2016 年度第一期中期票据担保函》，建发股份为公司向中国银行间市场交易商协会注册发行金额不超过人民币 24 亿元中期票据的到期兑付提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

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。

六、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 5 名，昌富利委派 1 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。公司不设监事会和监事。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 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

公司根据《企业内部控制基本规范》及相关配套指引，结合自身经营管理的需要，建立了公司内控建设和内控自我评价制度等相关制度。公司设置了产业发展部、地产拓展部、工程项目建设部、成本管理部、产品开发中心、营销管理部、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、信息化应用部 14 个部门，各部门按照相关的规章制度展开工作。

在投资管理方面，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，对公司投资业务的管理流程、投资业务管理权限、投资企业股权的日常管理及投资企业股权变更等各方面做出了明确的规定。公司形成了一套科学、有效的决策机制，覆盖项目决策的前期信息搜集、可行性论证至立项决策的全过程。

在财务管理方面，公司制订了《财务管理制度》、《资金管理制度》，对会计核算管理、

预算管理、资金管理、费用管理等方面都做出了明确的规范。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、财务分析报告。

对子公司的管理方面，公司负责重大投资决策的制定和重大事项的管理，对子公司的董事、监事、高级管理人员进行任命。子公司负责项目的日常具体运作经营。公司成本管理部、产品开发中心、营销管理部等部门，定期对子公司的相关数据进行统计和监控。同时，财务部门、审计部门通过对子公司财务监控、内部审计等方式，实现对子公司的财务监督。

总体来看，公司法人治理结构完善，部门设置齐全，内部管理制度健全。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括房地产开发、物业租赁和供应链运营管理。

2013~2015年，公司营业收入年均复合增长率为17.50%，三年分别为65.87亿元、70.11亿元和90.94亿元。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，2013~2015年房地产开发业务的占比均超过80%。2015年，公司房地产开发业务收入为79.69亿元，占当年营业收入的87.63%；近年来供应链运营业务较稳定，2015年实现收入7.65亿元。近三年物业及租赁管理业务收入逐年增长，2015年占比为3.54%。公司其他业务主要为房地产上下游增值服务。

2013~2015年，公司毛利率水平持续下降，三年分别为31.56%、23.88%和23.86%，主要系房地产开发业务盈利能力减弱所致。2013~2015年，公司房地产开发业务毛利率逐年下降，2014~2015年较低主要因当年结转收入的房地产项目历史土地成本较高，销售均价较低所致。2015年，公司物业及租赁管理业务毛利率60.56%，较2014年大幅上升主要受益于经济政策环境良好、公司业务管理效率提升。

表1 2013~2015年及2016年1~6月公司营业板块收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2013年			2014年			2015年			2016年1~6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	55.56	84.34	35.05	59.78	85.28	25.43	79.69	87.63	24.16	29.56	82.01	24.92
供应链运营	7.54	11.45	2.04	7.29	10.40	1.45	7.65	8.42	2.11	1.95	5.41	0.82
物业及租赁管理	2.57	3.90	39.05	2.77	3.95	42.82	3.22	3.54	60.56	4.33	12.00	58.12
其他	0.21	0.32	77.39	0.26	0.38	95.18	0.38	0.41	87.56	0.21	0.58	50.97
合计	65.87	100.00	31.56	70.11	100.00	23.88	90.94	100.00	23.86	36.04	100.00	23.97

资料来源：公司提供

2016年1~6月，公司实现营业收入36.04亿元，毛利率为23.97%，盈利水平较2015年略有上升，其中房地产开发业务毛利率为24.92%，主要是当期结转项目毛利率较前期有所上升所致。

总体看，公司主营业务明确，房地产开

发业务占比高，公司营业收入稳定增长，毛利率有所下滑。

2. 房地产开发业务

项目开发

在项目开发方面，公司采用两级管理模式

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 2016 年 6 月底，公司共有控股子公司 54 家，其中项目公司 32 家。

从区域上看，目前公司开发的项目主要位于厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、鄂州和漳州等二、三线重要城市。从产品定位上看，公司开发的项目主要针对中端、高端消费者，在各项目所在地取得了较好的品牌知名度。

从项目开发数据来看，2013~2015 年，公司在建面积和新开工面积波动下降，2015 年，公司在建面积和新开工面积分别为 339 万平方米和 118 万平方米，较 2014 年有所下降主要系公司根据市场情况调整开发节奏所致。2015 年，公司房地产竣工面积为 131 万平方米，较 2014 年增长 69.04%，主要系前期开工项目集中竣工所致。2016 年上半年在建和竣工面积较 2013~2015 年存在较大差距，系公司房屋竣工和交付主要安排在第四季度所致。

表2 2013~2016年2季度公司房地产开发情况
(单位: 万平方米)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
全年在建面积	280	334	339	316

表3 2013~2016年2季度商品房销售情况 (单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
签约销售面积	69.44	74.83	94.86	70.01
结转销售面积	54.99	73.70	90.81	37.18
房屋销售平均价格	1.01	0.94	0.85	0.89
签约销售额	70.28	70.27	80.38	56.37
结转收入	55.56	59.78	79.69	29.56

资料来源: 公司提供

房屋竣工面积	69	78	131	2
新开工面积	107	140	118	87

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。

2013~2015 年，公司房屋销售面积较快增长，年均复合增长 16.88%。2015 年，公司房屋销售面积为 94.86 万平方米，同比增长 26.77%；实现销售金额 80.38 亿元，同比增长 14.39%。受房地产行业景气度下行和公司商品房销售区域分布变动影响，2013~2015 年，公司房屋销售均价呈下降趋势，但因销售面积的增长速度高于销售均价的下降速度，公司整体销售金额仍呈现上升趋势。2016 年上半年，公司房屋签约销售面积 70.01 万平方米，占 2015 年全年的 73.80%，销售均价较 2015 年有所上升。

2013~2015 年，公司结转销售面积和结转收入都呈现稳定增长趋势。2015 年，公司结转面积 90.81 万平方米，同比增长 23.22%；结转收入 79.69 亿元，同比增长 33.31%。截至 2016 年 6 月底，公司账面预收款项余额 81.56 亿元，未来公司结转收入规模较有保证。

表4 2013~2016年6月公司开发房地产项目情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

序号	项目名称	位置	用途	建筑面积	16年6月底 已销售面积	16年6月底 已销售总额	已售均价	销售进 度	未完成销 售的原因
1	五缘湾1号	厦门	住宅、商业	29.66	29.48	38.09	12920	99%	尾盘
2	联发电子广场	厦门	写字楼、商业	7.30	3.09	4.04	13069	42%	自持出租
3	联发欣悦湾	厦门	住宅、商业	21.31	10.80	15.61	14457	51%	在售
4	滨海名居	厦门	住宅、商业	6.88	6.81	14.35	21063	99%	尾盘
5	杏林湾1号	厦门	住宅、商业	46.66	43.55	50.49	11594	93%	尾盘
6	欣悦园	厦门	住宅、商业	9.07	8.94	11.47	12838	99%	尾盘
7	联发嘉园	重庆	住宅、商业	16.50	15.12	8.99	5943	92%	尾盘
8	联发瞰青	重庆	住宅、商业	44.63	20.02	10.68	5337	45%	在售
9	联发乾景	桂林	住宅、商业	31.92	13.56	8.63	6368	42%	在售
10	联达商业广场	桂林	商业	6.85	1.12	1.17	10428	16%	自持出租
11	联发旭景	桂林	住宅、商业	27.56	21.90	15.14	6914	79%	在售
12	联发益景	桂林	住宅、商业	9.36	4.76	3.63	7620	51%	在售
13	联达山与城	桂林	住宅、商业	16.50	16.16	7.50	4640	98%	尾盘
14	联达雅居	桂林	住宅、商业	7.90	6.90	2.30	3326	87%	尾盘
15	江岸汇景	南昌	住宅、商业	33.69	33.63	17.49	5200	100%	尾盘
16	联发广场	南昌	写字楼、商业	21.20	12.11	13.59	11222	57%	自持出租
17	君领朝阳	南昌	住宅、商业	20.34	15.67	14.61	9322	77%	在售
18	君悦朝阳	南昌	住宅、商业	15.80	13.03	11.29	8669	82%	在售
19	君悦湖	南昌	住宅、商业	23.92	15.98	12.31	7706	67%	在售
20	联发尚品	南宁	住宅、商业	28.84	28.62	12.24	4276	99%	售罄
21	联发尚筑	南宁	住宅、商业	21.48	13.09	7.89	6029	61%	在售
22	联发臻品	南宁	住宅、商业	15.98	14.26	14.91	10458	89%	尾盘
23	滨海琴墅	天津	住宅、商业	17.80	14.22	15.90	11182	80%	在售
24	联发第五街	天津	住宅、商业	17.01	10.14	13.06	12875	60%	在售
25	联发九都府	武汉	住宅、商业	13.91	12.30	13.10	10648	88%	尾盘
26	九都国际	武汉	住宅、商业	16.38	7.73	8.71	11267	47%	在售
27	君悦华府	扬州	住宅、商业	38.53	12.27	11.26	9183	32%	在售
28	悠山郡	桂林	住宅、商业	13.06	9.73	6.40	6581	74%	在售
29	江与城	桂林	住宅、商业	9.72	6.79	4.26	6266	70%	在售
30	欣悦华庭	漳州	住宅、商业	18.19	1.76	1.35	7679	10%	在售
	合计	-	-	607.95	423.54	370.46	--	--	

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司将房地产开发区域划分为8大城市，包括厦门、南昌、南宁、桂林、重庆、天津、武汉和扬州。厦门、南

昌、南宁、桂林地区房地产销售历年占比较高，2015年以上区域合计占比79.03%，其余地区占比随具体项目进度变化较大。

表5 公司房地产结转收入区域占比情况(单位: %)

地区	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
厦门	37.17	31.96	32.44	19.85
南昌	15.49	15.32	21.02	33.38
南宁	10.97	10.45	5.30	11.48
桂林	10.69	12.94	20.27	26.53
重庆	4.50	12.25	5.12	1.88
天津	6.20	5.99	4.83	--
武汉	7.42	8.85	5.92	6.88
扬州	2.23	0.33	5.11	--
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源: 公司提供

在建项目

截至 2016 年 6 月底, 公司在建项目共 24 个, 规划建筑面积达 711.91 万平方米, 公司权益建筑面积 658.15 万平方米, 主要位于厦门、漳州、莆田。项目预计总投资为 367.39 亿元(鄂州联发红莲半岛项目投资待定), 截至 2016 年 6 月底已投资 256.73 亿元, 后续尚需 110.66 亿元。在建项目中 15 个项目工程进度超过 50%, 为公司未来三年提供了较大规模的可售房产, 但在建项目后续投资规模较大, 公司具有较大的筹资压力。

表6 截至 2016 年 6 月底公司在建地产项目基本情况(单位: 亿元、万平方米)

项目名称	用途	位置	建设期	总投资	已投资	规划 建筑面积	权益 建筑面积	项目 进度
欣悦湾	住宅商业	厦门	2012 年-2017 年	22.46	19.27	26.03	26.03	80%
滨海写字楼	办公	厦门	2013 年-2018 年	11.04	3.88	8.14	8.14	45%
欣悦学府	住宅商业	厦门	2013 年-2017 年	11.76	8.86	9.37	9.37	70%
欣悦华庭	住宅商业	漳州	2014 年-2018 年	12.31	7.89	21.95	12.07	65%
电商未来城	住宅商业办公	莆田	2015 年-2020 年	25.88	7.83	46.96	37.57	30%
君领朝阳	住宅商业	南昌	2013 年-2017 年	17.17	15.19	28.27	28.27	85%
君悦华庭	住宅商业	南昌	2015 年-2018 年	14.76	8.56	20.19	20.19	55%
君悦滨江	住宅商业	赣州	2014 年-2017 年	1.50	0.60	2.84	2.84	70%
尚筑	住宅商业	南宁	2013 年-2016 年	16.00	14.75	29.27	29.27	90%
君澜	住宅商业办公	南宁	2015 年-2019 年	28.15	12.56	40.40	40.40	30%
乾景	住宅商业	桂林	2013 年-2016 年	13.94	12.42	31.93	31.93	90%
君澜天地	住宅商业	桂林	2014 年-2016 年	5.00	4.52	9.39	9.39	90%
乾景欣悦	住宅商业	桂林	2015 年-2018 年	10.53	5.05	26.29	26.29	40%
悠山郡	住宅商业	桂林	2014 年-2018 年	12.53	8.65	28.15	14.36	70%
江与城	住宅商业	桂林	2014 年-2018 年	10.67	6.71	26.16	13.34	65%
荣君府	住宅商业	柳州	2016 年-2018 年	5.50	1.92	9.95	9.95	10%
瞰青	住宅商业	重庆	2010 年-2017 年	34.00	24.71	44.63	44.63	70%
欣悦	住宅商业	重庆	2015 年-2019 年	13.83	6.33	25.35	20.28	45%
九都国际	住宅商业办公	武汉	2011 年-2016 年	22.82	21.29	20.39	20.39	95%
第五街	住宅商业	天津	2013 年-2017 年	20.27	19.67	22.86	22.86	95%
欣悦学府(滨海琴苑)	住宅商业	天津	2016 年-2019 年	18.70	8.11	21.49	21.49	25%
君悦华府	住宅商业	扬州	2012 年-2018 年	32.57	27.91	37.90	37.90	80%
南山项目	住宅商业	重庆	2011 年-2018 年	6.00	3.76	14.00	11.20	1%

红莲湖	住宅商业	鄂州	待定	待定	6.29	160.00	160.00	1%
合计	--	--	--	367.39	256.73	711.91	658.15	--

资料来源：公司提供

土地储备

公司土地储备工作由联发集团主导，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。

截至 2016 年 6 月底，公司土地储备计容建筑面积 309.64 万平方米，其中已开工但未达到预售条件项目计容建筑面积 149.32 万平方米，已达预售条件尚未出售项目建筑面积

90.37 万平方米。2013 年，公司共购入土地 4 块，面积合计 163.14 万平方米；2014 年，公司共购入土地 3 块，面积合计 42.70 万平方米；2015 年购入土地 2 块，面积为合计 71.06 万平方米；2016 年 1~6 月购入土地 2 块，面积合计 36.93 万平方米。除南宁和扬州的地块楼面地价相对较高外，其他地区地块整体土地成本较低。公司的土地储备规模可以满足未来的发展需求。

表7 截至2016年6月底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目所在地	取得方式	成交地价	已交出让金	计容建筑面积	土地取得时间
软件学院	厦门	招拍挂	0.66	0.66	37.21	2009.12
欣悦华庭	漳州	招拍挂	3.24	3.24	6.16	2014.1
海西国际	漳州	股权收购	2.75	2.45	26.36	2016.3
电商未来城	莆田	招拍挂	6.70	6.70	31.17	2015.4
乾景欣悦	桂林	招拍挂	3.86	3.86	11.55	2014.12
南昌君澜天地	南昌	招拍挂	4.12	4.12	5.03	2016.3
南山项目	重庆	招拍挂	3.12	3.12	12.32	2008.1
欣悦	重庆	股权收购	5.57	5.57	12.55	2015.5
南宁君澜	南宁	招拍挂	10.40	10.40	3.58	2012.12
红莲半岛	鄂州	招拍挂	8.18	5.08	136.84	2013.1
欣悦学府	天津	招拍挂	6.32	6.32	11.09	2010.3
张家窝	天津	招拍挂	7.00	3.16	10.57	2016.4
君悦华府	扬州	招拍挂	7.60	7.60	5.22	2011.1
合计	--	--	69.52	62.28	309.64	--

资料来源：公司提供

总体看，房地产开发业务作为公司主要收入和利润来源，近年来开发节奏较为稳健，销售面积持续增长；但受房地产行业景气度影响，公司产品销售均价有所下降，未来几年二三线城市商品房销售价格回升动力也较为不足。公司土地储备和在建项目规模较大，为未来房地产销售规模持续增加带来保障，

但也体现出在建项目后续投资规模较大，公司面临一定的筹资和去化压力。

3. 物业及租赁管理业务

截至 2016 年 6 月底，公司持有性物业面积为 76.63 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）和教育地产。

公司持有性物业中的 70 万平方米位于厦门，且其中 37 万平的物业紧邻厦门自贸区，区位优势明显，目前按照历史成本入账，在逐步升级改造后，未来升值空间较大。目前公司物业平均出租率 90%，整体出租情况较好，

租赁业务年收入在 2 亿元左右，为公司主营业务收入提供了稳定的补充。为提高持有性物业的经营水平，2013 年公司成立厦门联发商置有限公司，对厦门该部分业务进行专业管理，并对厦门外地区业务进行督导。

表 8 截至 2016 年 6 月底公司持有物业情况（单位：万平方米、%、万元）

项目名称	项目所在地	建筑面积	物业概况	账面金额
湖里工业厂房	厦门	18.14	工业厂房	4349.65
杏林工业园	厦门	5.56	厂房	4006.74
黄金工业园	厦门	17.9	厂房	25460.17
软件学院等	厦门	6.91	教育地产	24575.06
湖里写字楼及海峡设计文创园	厦门	7.59	写字楼、文创园	6821.85
湖里颐豪酒店等	厦门	3.37	酒店	4594.91
华美文创园	厦门	4.07	文创园	11559.68
联发电子商城	厦门	3.09	商场	20807.84
联达商业广场	桂林	5.74	商场	38725.55
联发大厦	南昌	4.26	写字楼	21384.89
合计	--	76.63	--	162286.34

资料来源：公司提供

表 9 公司近年来物业出租情况（单位：%、元/平方米/月、万元）

项目名称	出租率			租金价格			租金收入		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
湖里工业厂房	98	96	95	20	22	25	5044.00	4458.00	4718.00
湖里写字楼/文创园等	92	55	75	40	38	45	3277.00	4700.00	5667.00
杏林工业园	95	77	84	14	15	16	901.00	879.00	869.00
黄金工业园	88	91	88	11	12	12	1977.00	2320.00	2476.00
软件学院等	100	100	100	17	15	15	2719.00	1589.00	1463.00
联发电子商城	尚未营运	55	50	尚未营运	54	54	尚未营运	1119.00	1142.00
联达商业广场	100	100	100	29	29	29	2139.00	1941.93	2030.00
联发大厦	尚未营运	100	100	尚未营运	88	96	尚未营运	2839.00	3991.00

资料来源：公司提供

注：2014 年湖里写字楼/文创园出租率较低，系华美文创园、1#、7#厂房改造所致，2015 年主要改造完成，出租率回升；2014 年后软件学院租金收入下降，系 47%物业出售所致。

厦门地区物业：（1）公司在厦门市湖里区拥有物业近 37 万平方米，出租率很高，位
联发集团有限公司

于厦门岛内湖里区黄金地带的湖里大道两侧，紧邻厦门自由贸易试验区，区位优势十分明

显，交通物流极其便利。为顺应厦门岛内产业升级换代的发展趋势，建设国家级闽台（厦门）文化产业园的需要，联发集团对湖里物业逐步进行改造升级，每年将一部分普通工业厂房升级改造为符合区域经济特点和产业发展需求的高端产业园区。随着厦门市自贸区的设立和厦门湖里物业的升级改造，未来该物业的升值潜力很大，但部分厂房目前租金价格较低。（2）公司在厦门拥有厦门赛格电子市场、杏林工业园、黄金工业园、软件学院等物业资产，类型涵盖商业、写字楼、工业园区、教育地产等，满足了市场对于不同类型物业的广泛需求，分散单一业态租赁风险。

桂林地区物业：桂林联达商业广场座落于桂林市象山区环城西路，紧临桂林市黑山园植物园。商业广场由 7 栋楼建筑相互联接组成，呈围合式院落形式，集购物、休闲、娱乐、餐饮、旅游于一体，是桂林老城区的代表性商业项目，以之命名的“联达商圈”一公里范围内囊括了桂林火车站、各大酒店和三十多个住宅小区，是桂林经营成熟的大型购物中心。

南昌地区物业：南昌联发广场位于南昌市红谷滩核心商务区，距南昌市委市政府仅 600 米，交通十分便利，区位价值较高，是该区域的地标性建筑。

总体看，公司持有型物业面积较大，地理位置较好，出租率较高，但部分厂房租金价格较低。公司持有物业均按历史成本入账，账面余额较低，随厦门自贸区的设立和厂房业态的升级改造逐步完成，公司持有型物业具有一定升值潜力。

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（下简称“联信诚”）开展，业务内容包括建材（钢材、电梯）、石材、仪器、化工、矿产品、农副产品等业务。随着

公司战略规划和发展策略的调整，目前公司的供应链运营业务在公司整体业务中占比逐渐下降，这些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。

2013~2015 年，公司供应链运营业务分别实现收入 7.54 亿元、7.29 亿元和 7.65 亿元。目前主要供应链运营业务以国内贸易为主，占比达 90%以上，结算方式以现金、信用证、银行承兑汇票为主。

总体看，公司供应链运营主要为房地产主业开展配套服务，近年来经营较稳定。

5. 经营效率

2013~2015 年，公司存货周转次数持续上升，分别为 0.28 次、0.31 次、0.38 次；公司总资产中存货占比大，总资产周转次数也呈上升趋势，分别为 0.29 次、0.30 次、0.37 次。总体来看，公司经营效率正常。

6. 未来发展

项目开发方面，未来公司将继续深耕现有业务区域，并在有条件的区域向周边城市拓展，公司将巩固在南昌、桂林等城市的领先地位，加大重庆、武汉、天津三大中心城市土地拓展力度，增强海峡西岸泛厦门区域、长三角高增长潜力城市的投资力度。同时，公司也会注意发展的可持续性和健康性，在获取土地储备时综合考虑成本竞争力等多项因素。

土地储备形式上，公司将计划探索养老地产、旅游地产、文化创意、产业地产等多种业态经营模式，紧密结合政策和经济发展走向。

品牌建设和产品设计方面，公司坚持以住宅作为核心主营业务，坚持项目效益首选，全面提升运营能力，在建立健全产品标准化流程的同时，留存创新余地，完善项目设计、

开发、建设和管理，提升优质开发项目的价值。

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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2013~2015 年度合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所对该财务报告审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2016 年半年报未经审计。

从合并范围看，公司 2013~2015 年合并财务报表范围有所变化，但由于新纳入合并范围公司规模较小，财务数据的可比性较强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 253.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.13 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 90.94 亿元，利润总额 11.62 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司（合并）资产总额 269.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.48 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 36.04 亿元，利润总额 4.76 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模稳定增长，年均复合增长率为 5.37%。截至 2015 年底，公司资产总额 253.64 亿元，其中流动资产占比 87.07%，非流动资产占比 12.93%，流动资产占比较高，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 7.01%，主要来自货币资金和存货的增加。截至 2015 年底，公司流动资产 220.84 亿元，主要由货币资金（占 10.48%）和存货（占 82.28%）构成。

2013~2015 年，公司货币资金年均复合快速增长 32.98%，主要来自公司销售规模的增加及对外发行公司债券带来的现金流入。截至 2015 年底，公司货币资金 23.15 亿元，同比增长 19.31%，主要以银行存款和其他货币资金为主，其中银行存款占比 83.84%；其他货币资金占比 16.16%。其他货币资金为银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金及用于质押的定期存款，其中受限部分为 3.74 亿元。

2013~2015 年，公司存货逐年增加，年均复合增长 5.36%，主要为在建开发产品的增加。截至 2015 年底，公司存货 181.71 亿元，同比增长 1.38%，主要为开发成本（143.79 亿元）和开发产品（37.00 亿元）累计计提跌价准备 0.36 亿元。

2013~2015 年，公司其他应收款呈快速增长趋势，年均复合增长率为 62.29%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 7.19 亿元，已计提坏账准备 0.83 亿元，其他应收款账面净额 6.36 亿元，同比增长 27.76%，主要为对于关联方的应收款。其中，1 年以内的占比 89.15%，1 至 2 年（含）的占比 7.36%。

表 10 截至 2015 年底公司其他应收款前五名明细

（单位：万元）

项目名称	金额	款项内容
厦门顺安行贸易有限公司	7154.86	应收贸易款
厦门森宝集团有限公司	5000.00	项目合作保证金
厦门市翔安区财政局	6690.00	土地保证金
厦门市涌弘贸易有限公司	2000.00	应收贸易款
厦门市尚好康贸易有限公司	1799.05	应收贸易款
合 计	22643.91	

资料来源：公司提供

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产呈波动下降趋势，年均复合下降 4.02%，主要因投资性房地产减少所致。截至 2015 年底，公司非流动资产 32.80 亿元，同比降低 10.44%。公

司非流动资产主要由长期股权投资（占比 19.41%）、投资性房地产（占比 54.96%）和递延所得税资产（占比 11.67%）构成。

2013~2015 年，公司长期股权投资有所波动，年均复合波动下降 0.45%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 6.37 亿元，同比增长 7.28%，主要系公司新增对厦门鼓浪屿投资发展有限公司 2000 万元投资所致。公司长期股权投资主要为对宏发股份和厦门华联电子有限公司的投资。截至 2016 年 10 月 26 日，公司持有宏发股份 8332.09 万股，持股比例为 15.66%。该股权按历史价值入账，账面价值不足 5 亿元，按照出具评级报告前 20 个交易日的交易均价计算，目前公司持有宏发股份股权的市场价值超过 20 亿元，高于账面价值。

2013~2015 年，公司投资性房地产波动中有所下降，年均复合下降 14.09%，下降主要系软件学院转让减少 1.56 亿元，武汉九都国际项目 5.88 亿元由投资性房地产转为存货所致。公司投资性房地产主要为已出租的土地使用权、持有并准备增值后转让的土地使用权和已出租的建筑物。公司投资性房地产主要位于厦门市，市场价值较高。截至 2015 年底，公司投资性房地产账面原值为 21.19 亿元，累计折旧和摊销共计 3.17 亿元，账面价值为 18.02 亿元。

2013~2015 年，公司递延所得税资产略有波动，年均复合增长 3.63%。递延所得税资产主要来自可抵扣亏损和预收售房款未结转造成的应纳税暂时性差异。截至 2015 年底，公司递延所得税资产为 3.51 亿元，同比下降 20.92%。

截至 2016 年 6 月底，公司资产总额 269.79 亿元，较 2015 年底增长 6.37%，其中，流动资产 229.04 亿元，占 84.90%，非流动资产 40.75 亿元，占 15.10%，资产构成较 2015 年底变化不大。截至 2016 年 6 月底，公司货币资金 35.27 亿元，较 2015 年底增长 52.31%，主要是由于房屋预售资金回笼情况良好；投

资性房地产 21.94 亿元，增长 3.92 亿元主要来自增加自持扬州和武汉项目商业物业 3.73 亿元和物业升级改造支出。

总体看，公司资产规模较大，资产以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征；非流动资产中投资性房地产占比较大，长期股权投资目前市场价值大幅超过账面价值，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长 9.69%。截至 2015 年底，公司所有者权益为 61.13 亿元（含少数股东权益 3.60 亿元），同比增长 0.76%。其中实收资本 21.00 亿元，资本公积 0.21 亿元，盈余公积 5.48 亿元，未分配利润 30.59 亿元。所有者权益的增长主要为未分配利润的增加所致。2013 年和 2015 年，公司分别向股东分红 5.00 亿元和 5.00 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司所有者权益 60.48 亿元（含少数股东权益 2.89 亿元），较 2015 年底下降 1.08%，主要系现金分红导致少数股东权益减少。所有者权益结构较 2015 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定增长，所有者权益中未分配利润占比较大，且有较大额度分红历史，稳定性较弱。

负债

2013~2015 年，公司负债年均复合增长 4.09%。截至 2015 年底，公司负债合计 192.50 亿元，同比增长 5.30%，其中流动负债占比 61.53%，非流动负债占比 38.47%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债规模较为稳定，波动下降 0.44%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 118.45 亿元，同比下降 6.97%。公司流动负债主要由短期借款（占 9.31%）、

应付账款(占 10.44%)、预收款项(占 47.73%)、其他应付款(占 11.44%)和一年内到期的非流动负债(占 14.40%)构成。

2013~2015 年,公司短期借款不断增长,年均复合增长率为 14.80%。截至 2015 年底,公司短期借款为 11.03 亿元,同比增长 1.66%。短期借款主要为信用借款(4.00 亿元)、贸易融资借款(3.00 亿元)、抵押借款(2.69 亿元)和保证借款(1.34 亿元)。其中抵押借款的抵押物为公司在重庆北部新区经开园鸳鸯组团项目的土地使用权和欣悦湾项目集美区的土地使用权。

2013~2015 年,公司应付账款波动下降 0.63%。截至 2015 年底,公司应付账款 12.37 亿元,同比增长 7.16%,应付账款包括应付货款 12.27 亿元和应付工程款 0.10 亿元。其中超过 1 年的应付账款占比较小。

2013~2015 年,公司预收款项有所波动,年均复合波动增长 6.47%。截至 2015 年底,公司预收款项为 56.53 亿元,同比下降 13.27%,下降系当年收到房屋销售款(约签约销售额 90%)少于结转销售款所致,公司预收款项主要为预收的房屋销售款。

2013~2015 年,公司其他应付款波动下降 35.04%。截至 2015 年底,公司其他应付款 13.55 亿元,同比增长 87.48%,其他应付款主要为关联方往来借款、工程押金及保证金。2013~2015 年底,公司其他应付款中有息债务分别为 22.30 亿元、0.20 亿元和 0.00 元。

2013~2015 年,公司一年内到期的非流动负债波动增长,年均复合波动增长 42.46%。截至 2015 年底,公司一年内到期的非流动负债 17.05 亿元,同比大幅增长 123.65%。其中一年内到期的长期借款为 16.85 亿元,包括抵押借款 11.57 亿元和保证借款 5.28 亿元;一年内到期的长期应付款 0.20 亿元。

2013~2015 年,公司非流动负债不断增长,年均复合增长 12.85%。截至 2015 年底,公司非流动负债为 74.05 亿元,同比增长

2.73%。公司非流动负债主要为长期借款(占 72.29%)和应付债券(占 26.82%)。

2013~2015 年,公司的长期借款波动中略有下降,年均波动下降 3.79%。截至 2015 年底,公司长期借款为 53.53 亿元,包括抵押借款(39.18 亿元)、保证借款(21.21)和信用借款(9.99 亿元)。

2015 年 9 月 15 日,公司发行联发集团有限公司 2015 年公司债券(第一期),简称“15 联发 01”,发行规模为 10.00 亿元,发行期限为 3 年。2015 年 9 月 24 日,公司发行联发集团有限公司 2015 年公司债券(第二期),简称“15 联发 02”,发行规模为 10.00 亿元,发行期限为 5 年。截至 2015 年底,公司应付债券原值为 20.00 亿元,账面价值为 19.86 亿元。

有息债务方面,2013~2015 年公司债务规模有所波动,年均复合变动 2.40%。截至 2015 年底,公司全部债务为 101.68 亿元,其中短期债务占比 27.82%,长期债务占比 72.18%,债务结构基本维持稳定。公司债务规模增长主要源自一年内到期的非流动负债和长期借款的增加,公司目前债务结构中长期债务占比高,债务结构较合理。

债务指标方面,2013~2015 年公司资产负债率较为稳定,2015 年指标为 75.90%,低于三年均值 76.07%;长期债务资本化比率和全部债务资本化比率小幅增长,三年加权均值分别为 54.07%和 62.25%,2015 年底两项指标分别为 54.56%和 62.45%,公司负债水平较高。

截至 2016 年 6 月底,公司负债总额为 209.31 亿元,较 2015 年底增长 8.73%,其中流动负债占比 58.87%,非流动负债占比 41.13%,非流动负债比重略有上升。

截至 2016 年 6 月底,公司全部债务为 104.51 亿元,较 2015 年底增长 2.79%。资产负债率、全部债务资本化和长期债务资本化率分别为 77.58%、63.35%和 58.61%,公司债

务负担较 2015 年底略有加重。

总体看，近年来公司债务规模有所波动，债务结构中长期债务占比较高，债务结构合理，公司债务负担较重。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入分别为 65.87 亿元、70.11 亿元和 90.94 亿元，年均复合增长 17.50%；同期公司营业成本也逐年增加，年均复合增长 23.93%。受此影响，公司营业利润率波动下降，2013~2015 年分别为 21.19%、15.29%和 15.52%。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司期间费用分别占营业收入的 4.16%、5.03%和 4.73%。公司期间费用主要为销售费用，2015 年销售费用占期间费用总额的 79.53%。期间费用的管控能力较强。

非经常性损益方面，2015 年公司取得投资收益 2.46 亿元，其中因出售宏发股份的部分股权获得投资收益 1.16 亿元；权益法核算的长期股权投资 0.85 亿元。2015 年公司营业外收入规模较小，营业外支出为 0.23 亿元，主要为固定资产处置损失 0.16 亿元。

2013~2015 年公司利润总额分别为 12.20 亿元、11.76 亿元和 11.62 亿元。其中 2015 年非经常性损益在利润总额中占比 21.70%，对利润总额形成一定补充。

盈利指标方面，2013~2015 年公司总资产收益率和净资产收益率呈下降趋势，2015 年分别为 5.75%和 14.14%。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 36.04 亿元，占 2015 年全年的 39.63%；同期，公司利润总额 4.76 亿元，占 2015 年全年的 41.00%。2016 年 1~6 月，公司营业利润率为 17.53%。

总体看，近年来公司营业收入规模持续增长，利润总额基本稳定，盈利指标有所下降但整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为-4.79 亿元、12.73 亿元和 6.08 亿元。2015 年，公司经营活动现金流入 105.46 亿元，同比增长 19.40%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 83.84 亿元。公司收到的其他与经营活动相关的现金主要为往来款项、政府补助和赔偿金收入。2015 年，公司经营活动现金流出 99.38 亿元，同比增长 31.46%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金为 60.97 亿元和支付其他与经营活动有关的现金 23.44 亿元。支付的其他与经营活动相关的现金主要为往来款、代收代付款、保证金和押金。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 118.77%、122.58%和 92.20%，收入实现质量有所下滑。

从投资活动情况来看，2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额波动较大，分别为-4.45 亿元、3.75 亿元和-3.29 亿元。近三年，公司投资活动现金流入波动增长，2015 年为 3.56 亿元，主要来自取得投资收益（公司持有宏发股份股票带来的收益）和处置固定资产带来的流入。2015 年，公司投资活动现金流出大幅增长至 7.39 亿元，主要为投资支付的现金 4.90 亿元，用途包括投资宏发股份、项目收购和投资理财等。当年投资活动表现为净流出。

从筹资活动情况来看，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 6.16 亿元、-10.50 亿元和 0.05 亿元，现金流入主要为取得的借款 55.87 亿元和发行债券带来 19.86 亿元资金（“15 联发 01”和“15 联发 02”）；现金流出主要为偿还借款（60.63 亿元）和偿付利息所支付的现金。

2016 年 1~6 月，公司房地产销售情况较好，房屋销售款项回款规模较大，实现经营活动现金流入 64.80 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 62.64 亿元；经营活动现金

流出 44.66 亿元，其中购买商品、提供劳务支付的现金为 30.74 亿元，支付各项税费 9.01 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 3.01 亿元（主要系支付建发股份的往来款），公司经营活动现金净流量为 20.13 亿元。同期现金收入比为 173.79%，较 2015 年大幅上升。2016 年 1~6 月，公司投资活动现金流量较小。2016 年 1~6 月，公司新增借款 19.81 亿元，偿还债务本息 21.93 亿元，筹资活动净流出 2.12 亿元。

整体看，公司房地产销售情况较好，经营活动获现能力较强，但由于公司在建项目开发规模较大，公司外部筹资需求有所增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013~2015 年，公司流动比率有所波动，2015 年底为 186.44%，2016 年 6 月底为 185.88%。因公司存货占比较大，导致速动比率较低。2013~2015 年，公司速动比率持续增长，2015 年底和 2016 年 6 月底分别为 33.03%和 39.88%。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比分别为-4.01%、11.50%和 5.14%。考虑到流动负债中预收款项未来无需现金偿付，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 13.06 亿元、13.14 亿元和 12.97 亿元；同期，公司债务规模持续增长，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所下滑。2013~2015 年 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.94 倍、1.62 倍和 1.93 倍；公司全部债务/EBITDA 分别为 5.72 倍、6.82 倍和 7.84 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。

截至 2016 年 6 月底，公司为厦门软件职业技术学院 1.80 亿元的长期贷款按股权比例提供的担保 0.27 亿元，公司间接持有其 15% 的股权。厦门软件职业技术学院系民办事业单位法人，目前运营正常。截至 2016 年 6 月底，公司按房地产经营惯例为商品房承购人

提供抵押贷款担保，担保类型为阶段性担保。阶段性担保的担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的房屋产权证及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止。截至 2016 年 6 月底，公司承担上述阶段性担保金额为人民币 70.65 亿元，担保余额较大，但整体风险不高。

截至 2016 年 6 月底，公司已经取得的银行授信总额为 125.13 亿元，其中已用授信额度 75.41 亿元，尚可使用授信额度 49.72 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1035020600033920V），截至 2016 年 10 月 20 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是厦门市国有房地产企业，在厦门地区品牌优势明显；近年来公司房地产开发业务快速发展，在建项目规模较大，土地储备充足，为公司房地产行业未来持续发展提供了有力支撑。公司持有性物业地理位置较好，出租率高，未来升值潜力较大。联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 12 亿元，占公司 2016 年 6 月底全部债务的 11.48%，占长期债务的 14.02%，本期中期票据对公司现有债务有一定影响。

截至 2016 年 6 月底，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 77.58%、63.35%和 58.61%；在不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至 78.54%、65.83%和

61.75%，公司债务负担有所加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 88.27 亿元、88.33 亿元和 105.46 亿元，为本期中期票据本金的 7.36 倍、7.36 倍和 8.79 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 -4.79 亿元、12.73 亿元和 6.08 亿元，对本期中期票据本金覆盖程度较低；公司 EBITDA 分别为 13.06 亿元、13.14 亿元和 12.98 亿元，分别为本期中期票据的 1.09 倍、1.10 倍和 1.08 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力一般。

十、本期中期票据增信担保

本期中期票据由公司股东建发股份提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。保证范围包括不超过人民币贰拾肆亿本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

建发股份系由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）独家发起，于 1998 年 5 月以募集方式设立的股份有限公司。同年 6 月 16 日在上交所挂牌上市，股票名称：建发股份，股票代码：600153。截至 2016 年 9 月底，建发股份注册资本 28.35 亿元，总股本为 28.35 亿股，其中建发集团持股 45.89%；社会公众持股 54.11%。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团 100% 股权，为建发股份最终控制人。目前建发股份主营供应链运营和房地产业务，其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等。

截至 2015 年底，建发股份合并资产总额 994.33 亿元，所有者权益 266.70 亿元（含少数股东权益 75.75 亿元）；2015 年建发股份实现营业收入 1280.89 亿元，利润总额 50.24 亿元。

财务保障方面，2013~2015 年，建发股份

EBITDA 分别为 50.02 亿元、52.15 亿元和 56.20 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 4.17 倍、4.35 倍和 4.68 倍，保障能力好。

2013~2015 年，建发股份经营活动的现金流入量分别为 1206.21 亿元、1310.17 亿元和 1397.12 亿元，为本期中期票据发行额度 100.52 倍、109.23 倍和 116.43 倍；2013~2015 年，建发股份经营活动现金流量净额分别为 -19.21 亿元、-4.72 亿元和 57.77 亿元，为本期中期票据发行额度 -1.60 倍、-0.39 倍和 4.81 倍。总体看，建发股份经营活动现金流入量对公司本期发行的中期票据保障能力很好。

经联合资信评定，建发股份主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。建发股份担保实力极强，可有效增强本期中期票据的偿付保障能力。

十一、结论

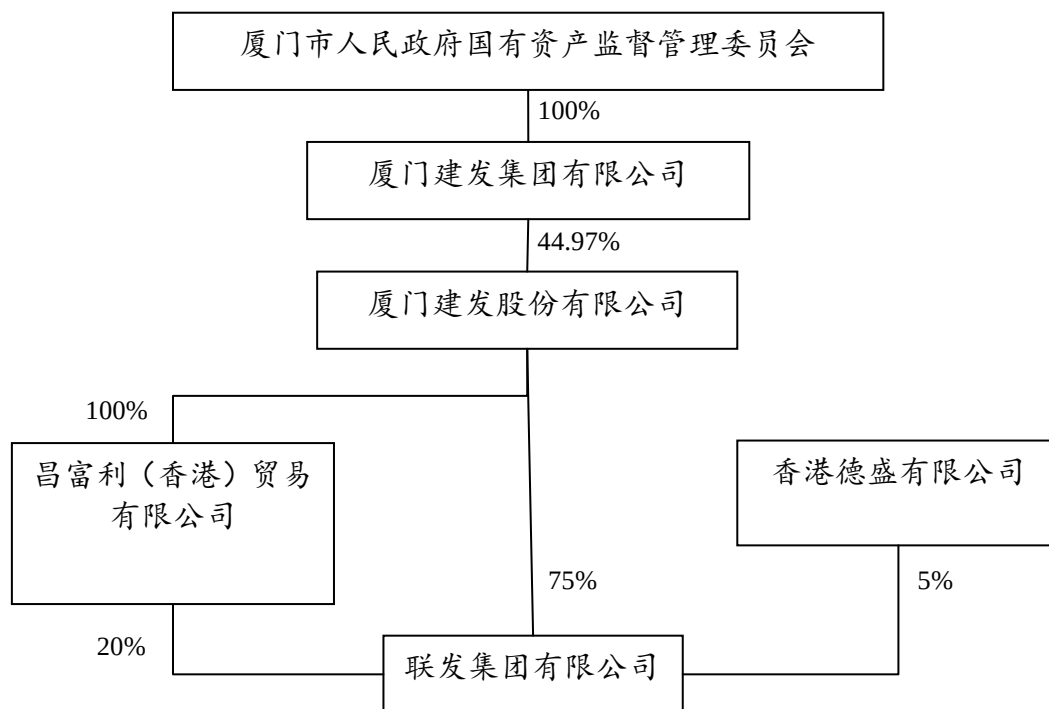
房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行仍存在不确定性。公司是厦门市国有房地产企业，品牌优势明显；控股股东建发股份实力强，为公司业务开展提供了有力的支持。近年来公司房地产开发业务快速发展，房屋销售面积持续增长，在建项目规模较大，土地储备较为充裕，为公司房地产业务未来持续发展提供了有力支撑。

公司整体资产质量较好，所有者权益规模持续增长，但权益整体稳定性较弱，债务负担较重。公司近年营业收入持续增长，受房地产业务影响营业利润率有所下降，但整体盈利能力较强。

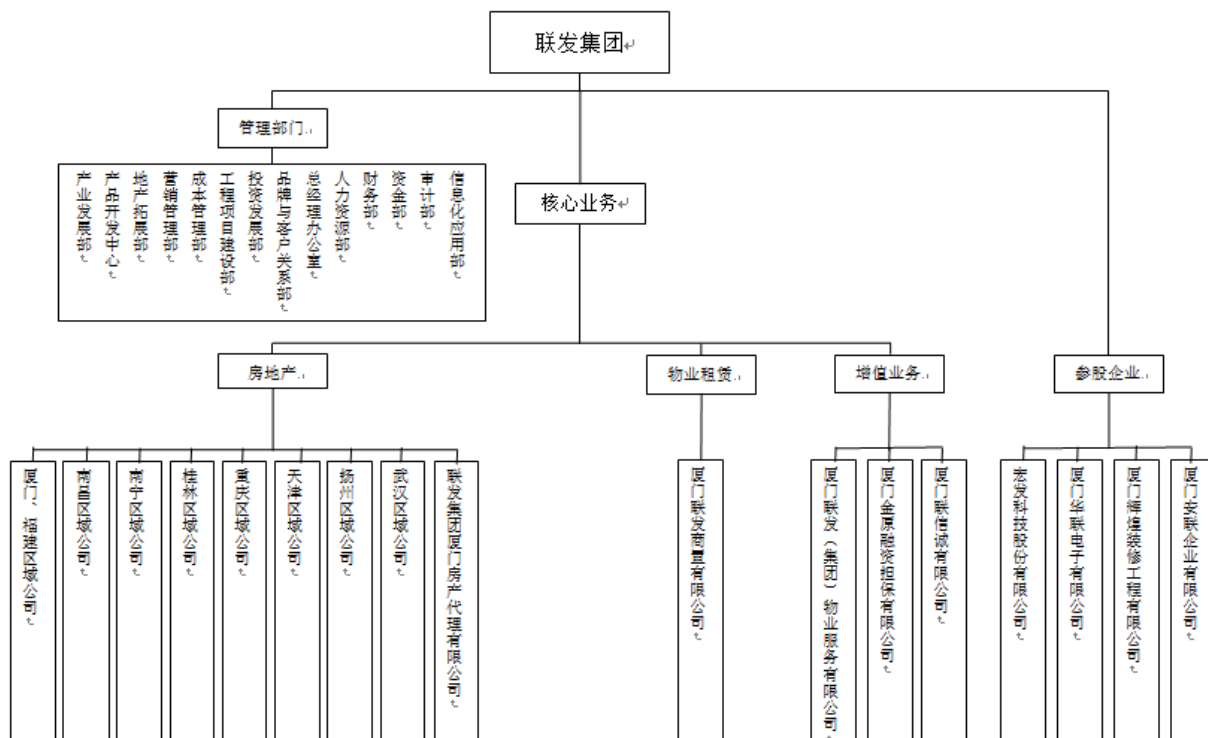
本期中期票据由建发股份提供不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据偿付的安全性。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.09	19.44	23.39	35.27
资产总额(亿元)	228.46	243.49	253.64	269.79
所有者权益(亿元)	50.81	60.67	61.13	60.48
短期债务(亿元)	39.13	19.03	28.28	18.89
长期债务(亿元)	57.83	70.74	73.40	85.62
全部债务(亿元)	96.96	89.77	101.68	104.51
营业收入(亿元)	65.87	70.11	90.94	36.04
利润总额(亿元)	12.20	11.76	11.62	4.76
EBITDA(亿元)	13.06	13.14	12.97	--
经营性净现金流(亿元)	-4.79	12.73	6.08	20.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.83	21.86	26.77	--
存货周转次数(次)	0.28	0.31	0.38	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.30	0.37	--
现金收入比(%)	118.77	122.58	92.20	173.79
营业利润率(%)	21.19	15.29	15.52	17.53
总资本收益率(%)	7.62	6.18	5.75	--
净资产收益率(%)	18.21	14.35	14.14	--
长期债务资本化比率(%)	53.23	53.83	54.56	58.61
全部债务资本化比率(%)	65.61	59.67	62.45	63.35
资产负债率(%)	77.76	75.08	75.90	77.58
流动比率(%)	161.37	192.67	186.44	185.88
速动比率(%)	24.39	30.81	33.03	39.88
经营现金流动负债比(%)	-4.01	11.50	5.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	1.62	1.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.72	6.82	7.84	--

注：2016 年上半年财务数据未经审计；2013~2014 年短期债务和全部债务考虑了其他应付款中有息债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 联发集团有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。联发集团有限公司及担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及担保方的经营管理状况及相关信息，如发现联发集团有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送联发集团有限公司、主管部门、交易机构等。

