# 信用等级公告

联合〔2019〕2141 号

联合资信评估有限公司通过对联发集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持联发集团有限公司主体长期信用等级为 $AA^{+}$，并维持“17 联发集 MTN001”“17联发集MTN002”“17联发集MTN003”和“18联发MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十二日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

# 联发集团有限公司跟踪评级报告

## 评级结果

本次主体长期信用等级：$AA^+$
上次主体长期信用等级：$AA^+$

## 债项信用

| 债券简称 | 余额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 17 联发集 MTN001 | 12 亿元 | 2020/05/08 | AAA | AAA |
| 17 联发集 MTN002 | 10 亿元 | 2020/12/04 | AAA | AAA |
| 17 联发集 MTN003 | 5 亿元 | 2020/12/05 | AAA | AAA |
| 18 联发 MTN001 | 12 亿元 | 2021/04/16 | AAA | AAA |

注："17 联发集 MTN002"和"17 联发集 MTN003"于公司赎回前长期存续

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

**评级时间：**2019 年 7 月 22 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 |
| 经营现金流动负债比(%) | -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 月底公司所有者权益均包含 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。跟踪期内，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，部分项目出现减值，公司三四线项目规模较大，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。

公司经营活动现金流入量对本次跟踪评级的债券本金保障能力较强，现金类资产对一年内待偿还金额的保障能力尚可。

2018 年，公司加大开工力度，在建规模有所上升。营业收入及利润总额大幅增长，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。

"17 联发集 MTN001""17 联发集 MTN002""17联发集MTN003"和"18联发MTN001"由厦门建发股份有限公司（以下简称"建发股份"）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，建发股份主体长期信用等级为AAA，建发股份的担保有效提升了"17联发集MTN001""17联发集MTN002""17联发集MTN003"和"18联发MTN001"的安全性。

综合评估，联合资信确定维持联发集团有限公司主体长期信用等级为$AA^+$，并维持"17联发集MTN001""17联发集MTN002""17联发集MTN003"和"18联发MTN001"的信用

等级为AAA，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。
4. 本次跟踪评级的债券由建发股份提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了存续债券本息偿付的安全性。
5. 公司经营活动现金流入量对本次跟踪评级的债券本金保障能力较强。

**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，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 联发集团有限公司跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照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进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

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”）（见附件1-1）。

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；法定代表人：赵胜华。

## 三、存续债券概况与募集资金使用情况

经联合资信评定的公司存续债券包括“17 联发集 MTN001”“17 联发集 MTN002”“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”，债券余额合计 39.00 亿元。

截至报告出具日，“17 联发集 MTN001”“17 联发集 MTN002”“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”募集资金均已按规定用途使用完毕。

“17 联发集 MTN001”“17 联发集 MTN002”“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”存续期内均已按期支付债券利息。

上述存续债券均由建发股份提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

表 1　联合资信评定的公司存续债券概况（单位：亿元、年）

| 债券简称 | 发行金额 | 债券余额 | 起息日期 | 期限 | 募集资金用途 | 还本付息方式 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 17 联发集 MTN001 | 12 | 12 | 2017/5/8 | 3 | 用于项目建设 | 按年付息，到期一次还本 |
| 17 联发集 MTN002 | 10 | 10 | 2017/12/4 | 3（3+N) | 偿还借款和到期债券 | 赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 付利息赎回本期中期票据 |
| 17 联发集 MTN003 | 5 | 5 | 2017/12/5 | 3（3+N) | 偿还借款和到期债券 | 赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据 |
| 18 联发 MTN001 | 12 | 12 | 2018/4/16 | 3 | 偿还借款和到期债券 | 按年付息，到期一次还本 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 四、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（PPIRM）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继续升温、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。

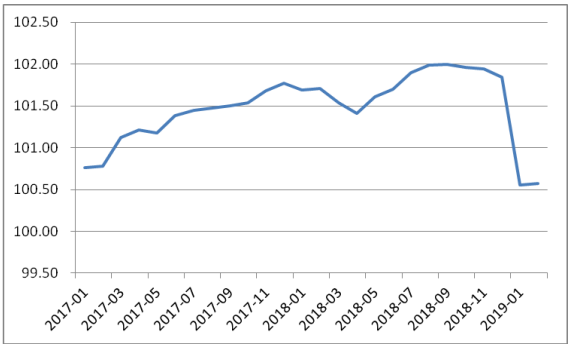
## 五、行业及区域经济环境

### 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近，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，公司外部经济环境良好。

## 六、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%，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国资委。

### 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。截至 2019 年 3 月底，公司累计开发总建筑面积约 1688.41 万平方米，土地储备建筑面积约 253.31 万平方米，持有物业面积约 119.13 万平方米，形成了快速滚动发展与自主运营相结合的战略布局。

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“2019 中国房地产百强企业”位列第 46 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”“稳健经营 3 强”。公司已连续 12 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。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司原董事孙诚华因退休原因提请辞去公司副董事长、董事职务，经公司董事会批准及股东单位的推荐，增补李明担任公司董事，其他高层管理人员未发生变化。

李明先生，1965年1月出生，博士，工程师；曾任厦门华联电子有限公司副总经理，公司总经理助理、副总经理，现任公司董事，兼任宏发科技股份有限公司董事。

跟踪期内，公司在管理制度、管理体系等方面无重大变化。

## 八、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。

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%；

2018年供应链运营业务收入实现收入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%；2018年物业及租赁管理业务收入为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。

2018年，公司综合毛利率28.55%，较2017年提升7.04个百分点。2018年，公司房地产开发业务毛利率为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 2　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，跟踪期内，公司主营业务仍然较为突出，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，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3　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。

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%，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，公司房屋销售均价为 1.10 万元/平方米，较 2017 年略有提升。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。

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4　2016—2019年1季度公司商品房销售情况
（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 5　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 6　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7　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，跟踪期内，房地产开发业务仍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 8　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，跟踪期内，公司物业租赁及管理收入进一步增长，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，跟踪期内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；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；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增长及运营扩张，公司计划继续优化及改善运营体系。公司计划将部分项目流程标准化，并复制到今后的物业开发项目中。凭借标准化运作程序，公司将能够继续提高项目规划质量、设计效率及保持物业开发项目的形象及品质。

总体看，公司未来发展战略明确，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。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。

## 九、财务分析

公司提供了2018年度财务报告，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。

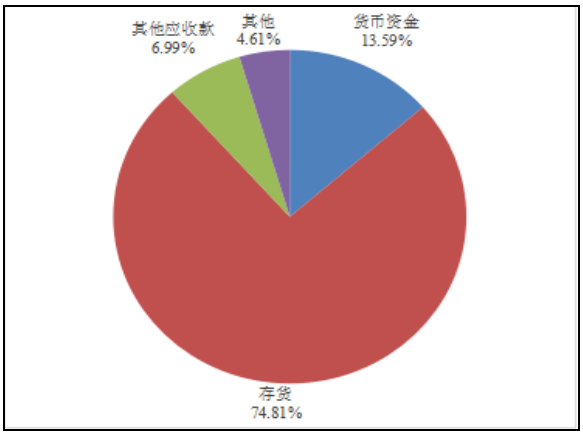
截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 715.10 亿元，所有者权益合计 154.83 亿元（含少数股东权益 54.00 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 18.33 亿元，利润总额 1.88 亿元。

### 1. 资产质量

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。

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

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。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。

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%。

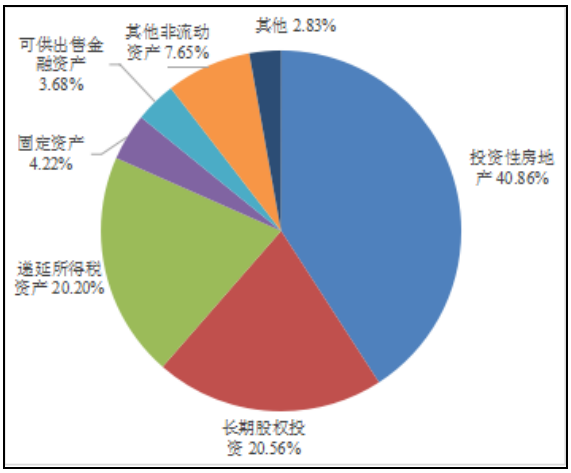
截至 2018 年底，公司其他应收款 42.15 亿元，同比增长 18.55%，主要系参股公司的项目投入往来款增加；公司其他应收款主要包括公司关联方往来款、购房保证金和押金等。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额为 12.33 亿元，计提坏账准备 1.16 亿元，账龄在 1 年以内的占 79.28%、1~2 年的占 8.30%，2~3 年的占 13.39%，其余为 3 年以上；截至 2018 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 1.18 亿元，综合计提比例 2.73%。

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。

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。

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

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。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。

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。

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。

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 9　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

跟踪期内，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**

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%。

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。

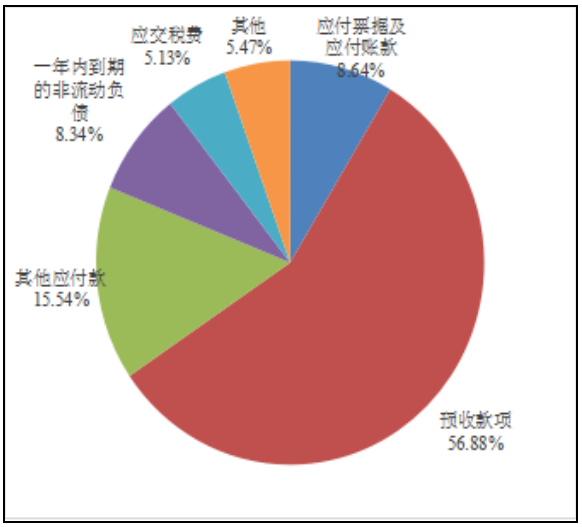
总体看，跟踪期内，公司权益规模进一步增长，所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。

**负债**

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%。

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。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%）。

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。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%。

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。

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。

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%）。

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。

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10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 10　截至 2019 年 6 月底公司存续债券情况（单位：亿元、%）

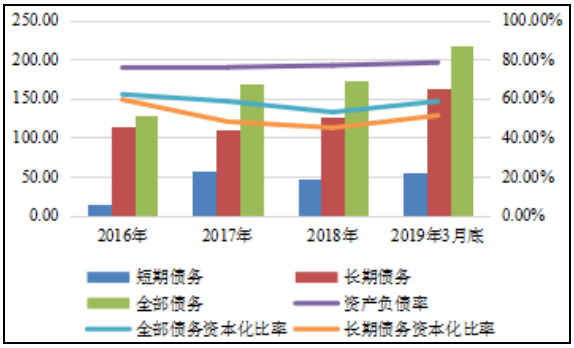
| 债券名称 | 债券余额(亿) | 票面利率 | 行权日 | 到期日 |
|---|---|---|---|---|
| 19 联发集 SCP002 | 10.00 | 3.53 | -- | 2019-12-09 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 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。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。跟踪期内，公司债务规模有所增长，整体债务负担尚可。如考虑规模较大的预收款项，公司负债水平在行业中处于合理范围。

3.　盈利能力

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，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。2018年，

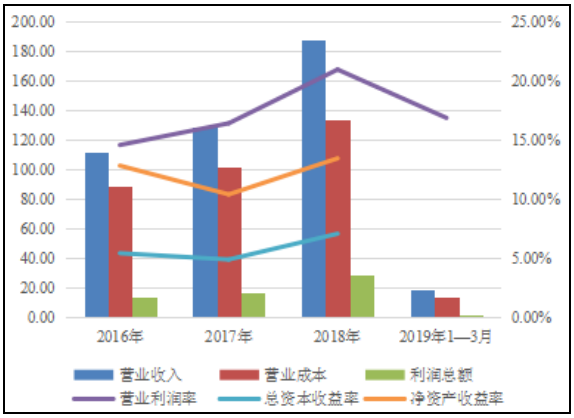
公司期间费用为8.16亿元。期间费用以销售费用为主，2018年销售费用占期间费用比例为64.91%；财务费用占比为27.77%。2018年，公司期间费用率为4.36%，较2017年有所下降。总体看，公司期间费用控制能力较强。

2018年，公司资产减值损失为3.47亿元，主要系坏账损失和存货跌价损失。2018年，公司投资收益波动为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；2018年，公司营业外收入为0.09亿元，营业外支出为0.29亿元。公司非经营性损益规模不大。

2018年公司营业利润和利润总额分别为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、总资本收益率和净资产收益率加权均值分别为 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，跟踪期内，房地产开发销售仍是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.　现金流分析及保障

从经营活动来看，2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金266.95亿元，同比增长31.49%。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，2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金38.21亿元，同比增长89.06%。经营现金流出方面，2018年公司购买商品、接受劳务支付的现金流出229.50亿元，同比增长19.59%，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有所增长，年均复合增长4.01%，2018年支付其他与经营活动有关的现金48.55亿元，同比增长6.96%，主要系支付往来款增加所致。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-6.79亿元，2018年经营活动现金净流出规模有所减少。

从投资活动来看，2018年公司投资活动现金流入36.75亿元，同比增长144.15%，主要系收到其他与投资活动有关的现金大幅增长（收回联营企业占用资金的本息24.15亿元）所致。2018年公司投资活动现金流出34.98亿元，同比增长22.13%，主要系支付其他与投资活动有关的现金增长（支付非关联方占用资金17.47亿元、支付联营企业占用资金13.94亿元）所致。2018年，公司投资活动现金流净额为1.77亿元，2018年投资活动现金流呈净流入状态。

从筹资活动前现金流净额来看，2018年，公司筹资活动前现金流净额为-5.02亿元，公司经营活动和投资活动现金流的平衡需要依靠筹资活动解决。

从筹资活动情况来看，2018年公司筹资活动现金流入为143.49亿元，主要为取得借款和

发行债券收到的现金，分别为88.82亿元和32.92亿元；2018年公司筹资活动现金流出为138.06亿元，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116.60亿元和12.24亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为5.43亿元，较2017年下降较多。

2019 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-21.51 亿元、1.53 亿元和 31.91 亿元。2019 年 1—3 月公司经营活动现金流量呈净流出状态，且净流出规模较大，主要系公司本期项目建设支出规模较大所致。

总体看，跟踪期内，公司仍保持较大规模的经营性现金流入，购地及项目支出规模仍较大，经营性净现金流持续为负，经营活动和投资活动现金流的平衡仍需依靠筹资活动。未来，随着房产项目开发维持较大规模投入，公司仍有较大的对外融资需求。

5. 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%。2018年及2019年3月底，公司现金类资产分别为83.20亿元和93.14亿元，分别为同期短期债务的1.74倍和1.64倍，跟踪期内，公司现金类资产对短期债务的保障能力有所提升。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，2018年公司EBITDA较2017年增加12.84亿元至32.26亿元。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，跟踪期内，公司长期偿债指标有所改善。

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度为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。

6. 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，已结清信贷信息中无不良和关注类信息，公司过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

资产方面，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，截至2018年底，母公司负债总额228.66亿元，同比增长22.76%，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。

8. 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。

## 十、存续债券偿还能力分析

本次跟踪评级的债券包括“17 联发集MTN001”“17 联发集 MTN002”“17 联发集MTN003”和“18 联发 MTN001”，上述债券待偿还余额合计 39.00 亿元。近三年，公司EBITDA 分别为 15.37 亿元、19.42 亿元和 32.26亿元，分别为待偿还债券本金的 0.39 倍、0.50倍和 0.83 倍；近三年，公司经营活动现金流入量分别为 151.42 亿元、223.36 亿元和 305.49 亿元，分别为待偿还债券本金的 3.88 倍、5.73 倍和 7.83 倍；近三年，公司经营活动现金流净额分别为-3.43 亿元、-34.91 亿元和-6.79 亿元，对上述待偿还债券本金不具备保障能力。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对本次跟踪评级的债券本金保障能力较强。

截至 2019 年 6 月底，考虑公司全部存续债券，假设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—2020 年 6 月到期的债券金额为 62.00 亿元（以下简称“一年内待偿还金额”）、将于 2020年 7 月—2021 年 6 月到期的金额为 50.00 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产 93.14 亿元，对一年内待偿还金额的保障倍数为 1.50 倍，公司现金类资产对一年内待偿还金额的保障能力尚可。

总体看，公司经营活动现金流入量对本次跟踪评级的债券本金保障能力较强，公司现金类资产对一年内待偿还金额的保障能力尚可。

## 十一、担保人担保能力分析

“17 联发集 MTN001”“17 联发集 MTN002”“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”由建发股份提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

建发股份系经厦门市人民政府厦府〔1998〕综034号文批准，由建发集团独家发起，于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司。

建发集团将集团本部与贸易业务相关的进出口业务部门以及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司（现更名为厦门建发国际货运代理有限公司）、厦门建发包装有限公司（现更名为厦门建发纸业有限公司）、厦门建发保税品有限公司（现更名为厦门建宇实业有限公司）和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入，经中国证券监督管理委员会证监发字〔1998〕123 号文和证监发字〔1998〕124 号文批准，建发股份于 1998 年 5 月以募集方式设立，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”。建发股份首次发行总股本为 18500 万股，经送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2019 年 3 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。

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。建发股份作为福建地区特大型上市公司，已形成“供应链+房地产”双主业格局，在经营规模、品牌信誉、营销网络、项目经验和土地储备等方面具有的显著优势；近年来随着供应链运营业务和房地产业务的经营规模持续扩张，建发股份资产、权益及收入规模保持增长，期间费用控制能力较好。

截至 2018 年底，建发股份合并资产总额 2174.53 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 2062.85 亿元，所有者权益合计 446.23 亿元（含少数股东权益 201.14 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。

经联合资信评定，建发股份主体信用风险极低，建发股份主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

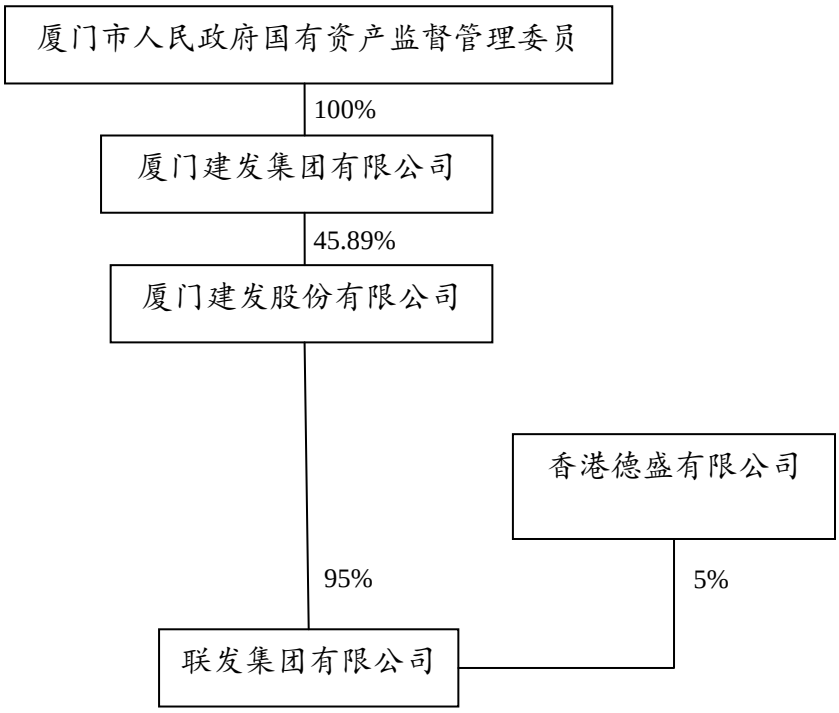
“17联发集MTN001”“17联发集MTN002”“17联发集MTN003”和“18联发MTN001”，待偿还债券本金合计39.00亿元（以下简称“待偿还债券余额”）。2018年，建发股份EBITDA为128.43亿元，为待偿还债券余额的3.29倍；建发股份经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为3231.28亿元和47.80亿元，分别为待偿还债券余额的82.85倍和1.23倍。建发股份经营活动现金流入量和EBITDA对待偿还债券余额的保障程度高。

总体看，建发股份为“17联发集MTN001”“17联发集MTN002”“17联发集MTN003”和“18联发MTN001”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提高了“17联发集MTN001”“17联发集MTN002”“17联发集MTN003”和“18联发MTN001”本息偿付的安全性。

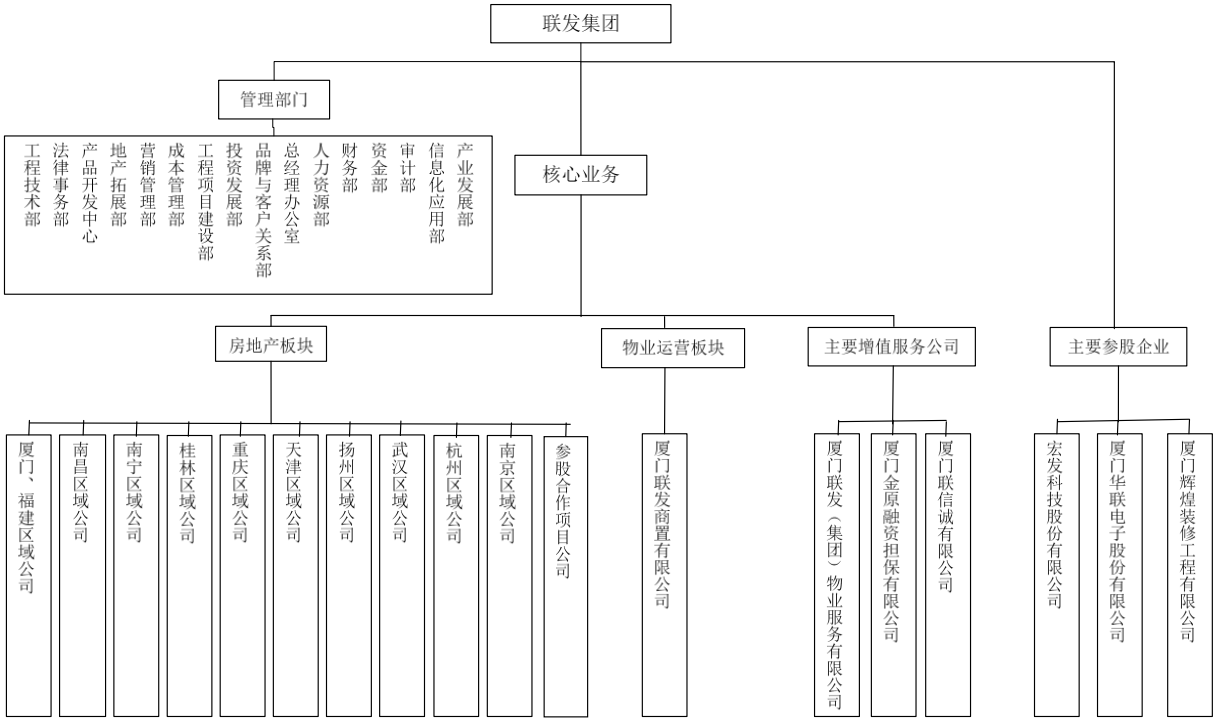
## 十二、结论

综合评估，联合资信确定维持联发集团有限公司主体长期信用等级为$AA^+$，并维持“17联发集MTN001”“17联发集MTN002”“17联发集MTN003”和“18联发MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

# 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 | -- | 80.00 |
| 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 | 南宁联宣创盛置业有限公司 | 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 | 沧銮(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 月底公司所有者权益均包含 15 亿元永续中期票据

# 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%<br>（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 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　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。

# 附件 4-3　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 |