

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1033 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持建发房地产集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“09建发债”、“13建发房产债”的信用等级为AAA。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

建发房地产集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

 跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

 上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 建发债	6.3 亿元	2009/3/23-2016/3/23	AAA	AAA
13 建发房产债	5 亿元	2013/4/3-2020/4/3	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	16.18	37.30	10.69
资产总额(亿元)	213.71	325.86	378.44
所有者权益(亿元)	54.30	64.00	82.92
长期债务(亿元)	57.67	72.23	115.30
全部债务(亿元)	75.50	95.85	142.17
营业收入(亿元)	68.46	79.39	124.74
利润总额(亿元)	15.80	21.58	24.21
EBITDA(亿元)	15.93	21.74	24.59
经营性净现金流(亿元)	16.36	16.40	-56.94
营业利润率(%)	26.64	33.70	22.60
净资产收益率(%)	22.79	25.20	20.99
资产负债率(%)	74.59	80.36	78.09
全部债务资本化比率(%)	58.17	59.96	63.16
流动比率(%)	194.09	162.91	188.83
全部债务/EBITDA(倍)	4.74	4.41	5.78
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	7.16	2.40
经营现金流动负债比(%)	16.08	8.65	-31.90

注: 将长期应付款中的“后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划”12 亿元计入长期债务和全部债务。

分析师

叶青 刘新泉 杜蜀萍

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对建发房地产集团有限公司(以下简称“公司”或“建发地产”)的评级反映了公司作为厦门市大型房地产开发商,从业经验丰富、区域品牌优势明显,并且在经营规模、股东支持和土地储备等方面具备显著优势。同时,联合资信也关注到,房地产行业受国家宏观政策和经济周期性影响大、公司债务负担偏重等因素可能对公司盈利能力及未来发展带来的负面影响。

跟踪期内,公司资产和权益大幅增长,房地产开发完成投资、房屋施工面积及竣工面积持续增加,土地一级开发等代建项目稳步推进,公司经营规模进一步扩大,营业收入和利润水平大幅度上升,抗风险能力显著增强。此外,跟踪期内公司收购香港上市公司西南环保发展有限公司(1908.HK)75%股权,公司融资渠道进一步扩宽,有利于房地产业务的进一步发展。

未来随着鹭洲国际、建发上郡、锦城鹭洲等项目的持续销售,公司房产销售规模和收入规模有望进一步扩大;此外,随着代建项目以及土地一级开发的持续推进,公司收入规模及利润水平有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“09建发债”由厦门建发集团有限公司(以下简称“建发集团”)提供全额无条件不可撤销的连带责任担保,“13建发房产债”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的连带责任担保。跟踪期内,建发集团和建发股份经营状况良好,业务和收入规模不断扩大,偿债能力增强,建发集团和建发股份的担保显著提升了“09建发债”和“13建发房产债”的安全性。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并维持“09

建发债”和“13建发房产债”的信用等级为AAA。

优势

1. 公司作为厦门市大型房地产开发商，开发资质齐全，行业经验丰富，具备区域性品牌优势。
2. 跟踪期内，公司土地储备充足，股东支持力度较大，为其经营发展提供了有力保障。
3. 2014 年底，公司收购西南环保发展有限公司 75%控股权，拓宽了融资渠道，并为公司带来持续稳定的物业管理和物业租金收入。
4. 跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对公司存续期债券保障能力较强。

关注

1. 房地产行业受国家宏观政策和经济周期性影响大，2014 年受行业调控深化及市场下行压力增大影响，公司房屋销售面积及实际销售额有所下滑。
2. 公司债务负担偏重，在建及拟建项目未来资本支出规模较大，公司存在较大的对外融资压力。
3. 跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量净额受在建和新开工项目的持续投入以及往来款规模较大影响快速下降。
4. 近年来，公司土地一级开发收入存在波动，跟踪期内未产生收入，土地出让受政府政策影响较大，并且回款情况具有一定不确定性。

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）与建发房地产集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与建发房地产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，未因建发房地产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建发房地产集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于建发房地产集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发地产”）成立于1998年7月28日，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）与下属企业厦门建发物业管理有限公司共同设立，原名厦门建发房地产集团有限公司。2009年2月建发集团所持有建发地产原54.654%股权由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）通过会展中心置换和现金购买方式持有。2009年4月，公司以未分配利润转增资本至10亿元。2009年5月，股东厦门华益工贸有限公司将持有的1%股权转让给建发集团。转让后，建发股份持股比例为54.654%，建发集团持股比例为45.346%。2013年1月，公司增资10亿元，由各股东按持股比例进行增资。增资后，公司注册资本为20亿元，其中建发股份出资10.93亿元，建发集团出资9.07亿元。截至2014年底，公司注册资本为人民币20亿元，控股股东为建发股份，实际控制人为建发集团，最终实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会。

公司经营范围包括：房地产开发与经营及管理；房地产咨询；批发、零售建筑材料、金属材料、化工材料（不含化学危险物品）；装修、装饰；经营本企业自产品的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务。目前公司开发产品日趋多元化，项目涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产、大型公建代建等。截至2014年底，公司设有职能保障、业务执行和业务管控三类合计26个部门，下属共57家全资及控股子公司。

截至2014年底，公司（合并）资产总额378.44亿元，所有者权益合计82.92亿元（其

中少数股东权益12.42亿元）；2014年度公司实现营业收入124.74亿元，利润总额24.21亿元。

公司注册地址：福建省厦门市思明区环岛东路1699号建发国际大厦38楼；法定代表人：庄跃凯。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比

增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

2014年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合

理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入2014年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资6.4万亿元，增长9.2%，增幅较2013年回落10.2个百分点；办公楼投资0.6万亿元，增长21.3%，增速较2013年回落16.9个百分点；商业营业用房投资1.4万亿元，增长20.1%，增速较2013年回落8.2个百分点。2014年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中，住宅新开工面积12.5亿平方米，同比下降14.4%。全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%。全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014年，全国商品房销售面积为12.1亿平方米，同比下降7.6%，销售额为7.6万亿元，同比下降6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为10.5亿平方米，同比下降9.1%，销售额为6.2万亿元，同比下降7.8%；办公楼销售面积为2498万平方米，同比下降13.4%，销售额为2944亿元，同比下降21.4%；商业营业用房销售面积为9075万平方米，同比增长7.2%，销售额为8906亿元，同比增长7.6%。房地产供求对比方面，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 12 月底，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。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度

放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

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。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 年一季度,在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下,宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构,房地产方面则积极聚焦于促销费,鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策,连续降准降息,降低二套房首付,构建宽松的金融信贷环境,减轻购房压力,提升消费能力。两会定调稳定住房消费,中央地方供需两端政策齐出,刺激需求促进库存去化,改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调,未来货币政策仍有望趋于宽松,地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看,自 2014 年下半年多重政策推动下,2015 年一季度,市场成交回暖,供需呈现双增长,成交增幅高于供应,带动销供比小幅增长,20 个代表城市成交量同比增长 6.5%,供应量同比增长 3.8%,销供比为 1.1,同比小幅增长 0.03。库存方面,据初步统计,截至 2015 年 3 月底,20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米,环比下降 1.8%,较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%,但从绝对量来看,库存仍位于历史较高水平。

总体看,2014 年以来,由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响,全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下,宏观调控政策导向促房地产市场化转型,深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年,连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策,使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足,因此市场难以呈现爆发式增长。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。

厦门市位于福建东南段,南接漳州,北临泉州,东南与金门岛隔海相望,陆域面积 1699.39 平方公里,海域面积 300 多平方公里。厦门是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一,两岸区域性金融中心、东南国际航运中心、大陆对台贸易中心、两岸新兴产业和现代服务业合作示范区,先后荣膺全国宜居城市、中国服务外包示范城市、中国休闲城市、国家森林城市、中国最美会议城市等称号,外贸综合竞争力稳居全国百强城市前 5 位。

根据《厦门市2014年国民经济和社会发展统计公报》,2014年,厦门市地区生产总值(GDP)3273.54亿元,按可比价格计算,比上年增长9.2%。其中,第一产业增加值23.74亿元,增长2.5%;第二产业增加值1499.27亿元,增长9.7%;第三产业增加值1750.53亿元,增长8.7%。三次产业结构为0.7:45.8:53.5。按常住人口计算的人均地区生产总值86831元,增长7.2%,折合14135美元。

2014 年,厦门市全社会固定资产投资 1572.95 亿元,比上年增长 16.7%,其中固定资产投资(不含农户)1562.16 亿元,增长 16.8%。分产业看,第一产业投资下降 37.5%,第二产业投资增长 11.2%,第三产业投资增长 18.5%,三次产业投资比例为 0.2:19.5:80.3。全市 244

个重点建设项目完成投资 967.70 亿元，完成年度计划的 114.4%。

2014 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值 1240.32 亿元，增长 10.5%，占全市地区生产总值的 37.9%。至年末，全市规模以上工业企业 1555 家，实现工业总产值 4905.44 亿元，比上年增长 10.8%。其中产值超亿元的企业 546 家，实现产值 4463.23 亿元，占全市规模以上工业总产值的 91.0%。规模以上工业中，重工业完成产值 3425.36 亿元，比上年增长 10.3%；轻工业完成产值 1480.08 亿元，增长 12.5%，重工业与轻工业之比为 2.311。

2014 年，厦门市完成基础设施投资 426.33 亿元，增长 9.2%，其中交通运输业投资 225.03 亿元，增长 6.7%。工业投资 298.68 亿元，增长 9.9%，其中工业企业技术改造投资 218.55 亿元，增长 8.7%。社会事业投资 73.0 亿元，增长 11.7%。金融业投资 8.23 亿元，下降 32.5%。批发零售业投资 20.58 亿元，下降 8.4%。

2014 年，厦门市完成房地产开发投资 704.06 亿元，增长 32.4%，其中土地购置费 242.17 亿元，增长 82.5%，占房地产投资的 34.4%，占全社会固定资产投资的 15.4%。全市商品房施工面积 4219.86 万平方米，增长 11.5%；商品房新开工面积 739.58 万平方米，增长 7.3%；商品房销售面积 790.21 万平方米，增长 0.4%，其中住宅销售 510.37 万平方米，下降 12.2%。

根据厦门市“十二五规划”，厦门市的经济社会发展目标是要以科学发展的主题、转变经济发展方式的主线、创新驱动的支撑、保障和改善民生的目的，大力建设“创新厦门”、“宜居厦门”、“平安厦门”、“文明厦门”、“幸福厦门”，实现地区生产总值、财政总收入、高新技术产业产值比 2010 年翻一番以上，全社会固定资产投资总额、民生和社会事业投入比“十一五”翻一番以上。到 2015 年地区生产总值达 4200 亿元；人均生产总值继续保持我国东部地区先进城市行列；财政总收入和地方级财政收入分别

达到 1000 亿元以上和 550 亿元以上，综合经济实力显著增强。

总体看，公司所在厦门区域经济保持平稳较快发展，城市和农村居民消费能力不断提高，一、二、三产业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。

五、基础素质分析

公司是经厦国资产权[1998]119 号批准，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）及其下属企业厦门建发物业管理有限公司共同出资，于 1998 年 7 月 28 日在厦门市工商行政管理局注册登记成立的有限责任公司。目前，公司的股东为厦门建发集团有限公司和厦门建发股份有限公司（建发集团为建发股份大股东）。建发集团是经厦门市政府批准设立的国有独资有限公司，是经市政府授权国有资产投资的资产经营一体化公司，承担着执行厦门市政府社会经济发展和产业结构调整部署的重要职责，现为福建省最大的国有企业集团，连续多年位居福建省企业集团 100 强首位。

作为建发集团的下属核心企业，公司承担了厦门市保障性安居工程的建设、运营及管理，同时公司还参与了厦门市城市基础设施项目的建设，拥有房地产开发企业和物业服务企业一级资质证书（证书编号分别为：建开企[2007]644 号、（建）110099 号），拓展了商业运营业务。

目前，公司负责了福建省最大的保障性安居工程——洋唐居住区、后埔—枋湖旧村（棚户区）改造等保障性住房建设任务；同时也承担了厦门市国际会议中心、会议中心音乐厅、厦门市档案大楼和国际会议展览中心北区横三路、蔡岭路等这些厦门地标性建筑及市政道路的城市基础设施建设任务；公司大力发展了绿色节能住宅和城市综合体的开发业务；还拥有部分物业管理业务，新拓展了商业运营业务。

公司在业内树立了享有盛誉的“钻石”品牌，并获得福建省著名商标、“建设行业企业信

用 AAA 级单位”、“中国房地产 50 强”、“中国房地产百强之星”、“中国房地产地方公司品牌价值 TOP10（华南地区）”、“2013 年度影响中国的房地产品牌企业”、“福建省建设厅首批房地产品牌企业”等多项殊荣，公司连续 3 年荣登中国房地产开发企业综合发展 50 强，并在中国房地产研究会、中国房地产业协会和中国房地产测评中心三家单位联合主办的 2014 年中国房地产开发企业五百强中排列第 39 位。

总体看，公司从事房地产开发较早，开发资质齐备，拥有大量的土地储备；在开发商业房地产项目的同时，一直参与地方政府大型公建项目的代建工作。跟踪期内，公司业务规模持续扩大，房地产投资开发力度较大，施工规模和销售面积不断增加，保持了区域性品牌优势，综合实力持续提升。

六、管理分析

跟踪期内公司在管理体制、股权变更、领导变动、管理制度等方面无重大变化情况。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来随着国家对房地产行业的从严调控，公司经营策略也不断调整，重点转向二、三线城市的房地产开发，实时调整项目开发和销售节奏。2012~2014年，公司营业收入快速增长，年均复合增长34.98%。2014年公司业务

发展较快，实现营业收入124.74亿元，同比增长57.11%。房产开发销售收入为公司营业收入主要组成部分，近三年该板块收入分别为61.95亿元、63.36亿元和122.96亿元，其中2014年大幅增长主要系以前年度签约销售的房屋在当年满足条件，确认收入较多所致；土地一级开发收入为后埔-枋湖旧村改造项目政府返还收益，2012和2013年实现收入4.19亿元和13.74亿元，2014年土地一级开发正在进行，未达到收入确认条件，未确认收入；公司物业租赁及管理收入主要为公司自有房地产开发项目物业管理服务以及外部承揽的小区、写字楼、别墅、厂房等各类物业管理收入，近三年该板块收入变动不大，2014年为1.24亿元；其他业务收入主要指代建项目收入及商业收入，占营业收入的比重比较小。

从盈利水平来看，2012~2014年，受房产销售成本波动以及土地一级开发收入波动影响，公司整体毛利率呈波动下降趋势，三年分别为36.94%、41.80%和36.58%。2014年公司房产销售业务盈利水平较高，毛利率为36.41%，受益于销售的房产项目位置优越、利润率较高，该板块毛利率较2013年提升7.54个百分点。公司土地一级开发成本不计入营业成本，发生时直接计入应收款项，该板块毛利率为100.00%；收到返还款先冲抵应收账款，多出部分确认销售收入。2014年公司物业租赁及管理毛利率为38.00%，毛利率较之前年度大幅提升主要系由于物业项目收缴率上升及综合成本下降所致。

表1 2012~2014年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务类别	2012 年			2013 年			2014 年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
房产销售	619455.82	90.48	31.67	633585.46	79.80	28.87	1229628.14	98.58	36.41
土地一级开发	41940.28	6.13	100.00	137384.33	17.30	100.00	--	--	--
物业租赁及管理	9564.65	1.40	11.56	12256.64	1.54	7.91	12405.27	0.99	38.00
其他业务	13670.92	2.00	100.00	10712.97	1.35	100.00	5323.26	0.43	75.00
合 计	684631.67	100.00	36.94	793939.40	100.00	41.80	1247356.67	100.00	36.58

资料来源：公司提供。

2. 房产销售板块

表 2 公司房地产板块主要指标
(单位: 亿元、万平方米、万元/平方米)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
房地产开发完成投资	56.77	110.87	160.48
房屋施工面积	261.47	274.51	409.77
房屋竣工(交房)面积	77.31	76.32	101.07
房屋销售面积	68.79	77.19	59.94
土地储备情况	212.34	336.93	166.13
平均价格	1.25	1.45	1.65
实际销售额	86.06	112.20	98.62
净利润	12.37	16.13	17.40

资料来源: 公司提供

注: 实际销售额指签约销售金额, 审计报告中披露的销售收入指当年按收入确认条件确认的收入, 两者存在时间差, 故数额有出入。

近年来, 公司已完成和在建房地产项目以住宅及少量商铺为主。从经营数据看, 2012~2014 年公司房产开发业务经营规模持续扩大, 年均复合增长 68.13%, 2014 年公司房产开发投资达 160.48 亿元; 同期公司继续加快施工和销售力度, 房屋施工面积年均复合增长 25.19%, 2014 年达 409.77 万平方米; 房屋销售面积受市场行情影响波动下降, 其中 2013 年房地产销售形势乐观, 当年销售面积达 77.19 万平方米, 2014 年房地产市场进入下行周期, 房产销售承压, 当年房屋销售面积为 59.94 万平方米。2015 年 1~4 月, 受房地产行业回暖、居民购房意愿增加、公司可售项目增多以及公司在各区域品牌影响力持续加强影响, 公司销售情况有所好转, 当期房屋销售面积 24.80 万平

方米, 主要销售项目包括鹭洲国际、建发上郡、锦城鹭洲、建发永郡、半山御府等, 上述项目 2015 年可售面积达 72.35 万平方米。

表 3 2014 年公司房地产销售收入与区域分布
(单位: 亿元、%)

地区名称	营业收入	所占比例
福建	74.08	60.25
湖南	13.56	11.03
上海	23.85	19.40
四川	9.43	7.67
广西	2.05	1.65
合计	122.96	100.00

资料来源: 公司提供

在开发区域方面, 近年来公司房地产开发项目主要以厦门、福州、漳州、长沙以及其他二、三线城市为主。2012~2014 年, 公司房地产开发收入集中在福建、湖南、上海和四川等区域, 2014 年各区域营业收入占比见表 3。

截至 2014 年底, 公司在建商品房住宅项目 23 个, 其中在建项目建筑面积合计 309 万平方米, 投资总额 439.82 亿元, 截至 2014 年底到位资金 315.89 亿元, 余额将在未来三年内通过贷款和自筹到位。2015~2017 年, 在建项目投资额分别为 62.98 亿元、47.55 亿元和 13.42 亿元。公司预计在建项目收入约 572 亿元, 在建项目集中在厦门、漳州、上海、成都、泉州、南平、福州等地区。随着国家宏观政策的调整, 房地产价格趋于理性, 上述目标的实现具有一定不确定性。

表 4 公司在建房产项目投资情况 (单位: 亿元)

项目	预计总投资	截至 2014 年底	2015 年投资	2016 年投资	2017 年投资
		已投资			
明溢花园	7.3	5.5	1.80	--	--
海西首座	87.22	63.01	12.11	12.10	--
中央天成 (2013P10 地块)	44.04	36.06	3.99	3.99	--
中央天悦 (T2011P03 地块)	12.64	9.36	1.64	1.64	--
中央湾城 (2013P15 地块)	33.33	25.82	2.51	2.50	2.50
美一城	7.95	7.33	0.62	--	--
半山御府一期	7.8069	6.87	0.94	--	--

领第	46.48	46.14	0.34	--	--
新江湾 20 号	10.51	9.10	0.70	0.71	--
新江湾 21 号	6.46	4.31	1.07	1.08	--
建发大厦	12.88	11.63	0.42	0.42	0.42
公园首府 (延吉街道地块)	15.91	11.93	1.32	1.33	1.33
泗泾地块	15.98	10.70	2.64	2.64	-
锦城鹭洲	16.42	12.24	1.40	1.39	1.39
鹭洲国际	31.92	22.24	4.84	4.84	--
悦城中心	7.33	2.51	4.82	--	--
悦城二区	10.73	4.49	6.24	--	--
上郡二期	10.62	6.83	1.36	2.43	--
央郡	6.56	3.80	1.38	1.38	--
珑璟湾	14.25	7.69	3.28	3.28	--
永郡一期	4.83	2.05	0.93	0.95	0.91
燕郡一期	16.48	1.61	5.73	4.57	4.57
中泱天成一期	12.17	4.67	2.90	2.30	2.30
合计	439.82	315.89	62.98	47.55	13.42

资料来源：公司提供。

为保障未来稳定发展，公司在多个目标区域设立子公司进行土地储备。截至 2014 年底，公司拥有土地储备 166.13 万平方米，均为未开工的房地产项目土地，账面价值 38.66 亿元。整体看，由于公司行业经验丰富、经营稳定并

获得政府支持，公司获取土地成本较低，按市场价预计升值空间较大；另外，公司土地储备丰富，较多的土地储备为公司房地产开发的可持续发展提供了有力保障。

表 5 截至 2014 年底公司主要土地储备明细（单位：平方米、万元）

项目名称	批准土地用途	面积	取得方式	账面价值	是否抵押
半山御府二期	商住	102710	招拍挂	10729.00	已抵押
碧湖壹号	住宅	183406	招拍挂	44804.00	未抵押
新江湾 22 号	商住	51612	收购	27740.33	未抵押
浅水湾二、三期	商住	402055	收购	89395.02	未抵押
上郡三期	商住	119754	招拍挂	24261.94	未抵押
珑璟湾 II 标段	商住办	160932	收购	24314.52	已抵押
永郡二期	商住	91676	招拍挂	12477.97	未抵押
燕郡未动工部分	商住	137000	招拍挂	34729.94	未抵押
建发美地	商住	316300	招拍挂	86784.00	未抵押
中泱天成二期	商住	115825	招拍挂	31342.81	未抵押
合计	--	1681270	--	386579.53	--

资料来源：公司提供

公司拟建项目共 10 个，包括半山御府二期、碧湖壹号、新江湾 22 号、上郡三期等项目，预计总投资共计 80 亿元，资金来源全部为自筹。整体看，公司在建、拟建项目未来资本支出规模较大，存在较大的外部融资压力。

3. 公建配套项目

公司一直参与厦门市政府大型公建项目的代建工作，包括：建发国际大厦和海峡国贸中心大厦（监管大楼）、国际会议中心及酒店、厦门海峡交流中心、国际会议展览中心、厦门档案大楼、彭州市人民医院等。目前规模较大的主要有后埔-枋湖旧村改造和洋唐保障性安居

工程等项目，主要由下属全资子公司厦门禾山建设发展有限公司和厦门兆信工程建设管理有限公司实施。

后埔-枋湖旧村改造项目为公司的唯一土地一级开发项目，总投资额115亿元，主要包括对枋湖、薛岭和后埔三个片区的拆迁改造以及蔡坑安置房建设。对于土地一级开发项目，在土地出让之前，项目发生的成本计入长期应收款；土地出让后、政府返回土地出让金之前，应收未收的土地出让金计入应收账款，并冲抵长期应收款；政府返回土地出让金后，冲抵应收账款。

对枋湖、薛岭和后埔三个片区的改造项目总投资额110.20亿元，经营模式是公司代垫资金进行土地拆迁改造，给予村民货币和实物补偿，土地改造完成后交予政府进行招拍挂，所得土地收入85%归还公司，形成公司收益。枋湖、薛岭和后埔三个片区总用地面积73.41万平方米，可出让建筑面积163.23万平方米。截至2014年底，公司已投资59.04亿元，完成了对后埔-枋湖片区的土地一级开发，已出让41.74万平方米，扣除开发成本后累计形成净收入约28.28亿元，其中2014年由于土地整理尚未完成，未达到出让条件，当年无土地一级开发收入，2013年出让土地14.10万平方米，形成净收入13.74亿元，对当年营业收入和利润形成了较大补充。2013年，土地出让发生在年末，土地出让金未返还，该款项于2014年7月到账。

蔡坑安置房项目是后埔-枋湖旧村改造项目的配套项目，计划建成一个配套完整的中心生活区，解决枋湖、薛岭和后埔三个片区约2000户居民的安置问题，项目安置房建成后由政府统一进行收购。该项目于2007年4月立项，总用地面积3.01万平方米，建筑面积共计18.09万平方米。蔡坑安置房项目总投资4.80亿元，截至2014年底，已投资4.80亿元，目前已竣工，正在进行安置工作，已安置15.93万平方米（含住宅、车位、商铺）。2014年，蔡坑安置房项目确认收入5683.31万元，体现为销售商品、提供劳

务收到的现金。

公司另一公建项目为洋唐保障性安居工程，包括翔城国际限价商品房项目及小区内安置房、人才房、学校等配套建筑（配套建筑代建收益计入其他业务收入）。公司根据市政府要求投资开发限价房，工程竣工验收后根据政府指导价格进行销售实现回款。翔城国际限价商品房项目总投资为9.6亿元，据公司预测，预计可实现销售总收入为12.32亿元、利润总额2.03亿元。截至2014年底，翔城国际已完成投资8.80亿元（包括“13建发房产债”募集资金5亿元），目前正在进行全项目工程结算工作，预计2015年5月全部完工。

整体来讲，公司房地产业务稳步增长，但受国家宏观调控政策影响较大，土地一级开发收入是公司营业收入的有益补充，较多得土地储备为其可持续经营提供了有力的保障。

4. 物业租赁及管理

公司物业租赁及管理收入主要为公司自有房地产开发项目物业管理服务以及外部承揽的小区、写字楼、别墅、厂房等各类物业管理收入。2012~2014年，公司物业租赁及管理收入分别为0.96亿元、1.23亿元和1.24亿元。

2014年12月，公司收购香港上市公司西南环保发展有限公司（1908.HK）75%股权。西南环保发展有限公司成立于1993年，是广西南宁市的绿色建筑房地产开发商，主要从事物业租赁、房地产开发、物业管理服务及提供物业咨询服务业务。截至2014年底，西南环保发展有限公司总资产9.61亿元，净资产5.55亿元。2014年，西南环保发展有限公司总收入2.75亿元，其中物业销售收入2.25亿元、物业租金收入0.42亿元、物业管理收入0.07亿元，其余为少量咨询服务收入。

整体看，公司收购西南环保发展有限公司，拓展了融资渠道，并为公司带来持续稳定的现金流入。

5. 经营效率

2012~2014年,公司销售债权周转次数波动下降,存货周转次数和总资产周转次数波动上升,2014年上述指标分别为9.35次、0.30次和0.35次。

整体看,公司经营效率较低。

6. 未来发展

作为建发集团的下属核心企业,公司经过多年的发展,经营业务立足于厦门,辐射全国。公司将密切关注房地产行业宏观调控政策和城镇化发展趋势,优化集团管控模式,提升管理水平。进一步加快项目的开发和经营,缩短营运周期,提高运营效率,扩大建设规模和提升产品品质。促进商业模式提升与转变,在提升传统生产经营模式的同时,加强资产经营和资本经营,以实现经营规模的安全快速增长。同时抓好各企业班子建设,加快对干部的培养和人才的引进;改善内部管控模式和营运机制,加快信息化建设,建立与业务发展相匹配的人才队伍和管理办法。此外,公司将适时进行国内二线城市及福建省内三四线城市的拓展和布点,扩大现有项目城市及周边区域的业务,为未来健康、持续、稳定发展奠定基础。

未来在保障房开发方面,公司将根据政府发展目标,结合自身特点,努力拓展限价房、棚户区改造等民生工程业务,将承建项目精心打造国家康居住宅示范项目,在实现经济价值的同时实现社会价值。

在城市基础设施建设方面,该业务既是公司主要的业务经营方向,也是公司的职责所在。未来公司将继续承担肩负的责任,高质量、高效率地完成各项建设任务,为厦门市改善民生和产业结构调整打下坚实基础。

未来在物业管理方面,公司将以“国家化标准,专业化服务,本土化收费”的全新管理服务模式服务业主,围绕“打造钻石人生”的核心理念,最大程度提升业主享有的居住价值和市场价格。

在市场和城市布局方面,公司将积极布局若干个省会二线中心城市,扩展福建省内多个三四线城市房地产一、二级市场的业务区域,扩大现有项目城市及周边区域的业务。同时合理优化在全国及福建省内的土地储备布局。

公司未来将借助建发集团的支持和强大实力以及自身较强的各项业务开发经验,拓展各项业务机会,朝多元化、综合化方向发展。

八、财务分析

公司提供的2012~2014年度财务报表经致同会计师事务所(特殊普通合伙)厦门分所审计,均出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围看,2013年和2014年公司分别新纳入合并范围子公司10家和11家,由于上述合并子公司资产及净资产规模相对较小,合并范围变化对公司影响不大,财务数据可比性较强。

截至2014年底,公司(合并)资产总额378.44亿元,所有者权益合计82.92亿元(其中少数股东权益12.42亿元);2014年公司实现营业收入124.74亿元,利润总额24.21亿元。

1. 盈利能力

近年,公司不断加大外埠市场项目的开发和销售力度,福建、四川、湖南和上海等地前期开工项目竣工交房量上升,且销售价格较高,房产销售收入确认规模较大,另外2013年后浦坊湖旧村改造中土地一级开发收入大幅增长,对收入和利润形成较大贡献;2012~2014年公司营业收入年均增长34.98%。2014年,公司实现营业收入124.74亿元,较上年大幅增长57.11%,其中房地产销售收入122.96亿元(占营业收入的98.58%),同比增长94.07%;由于土地整理尚未完成未达到出让条件,该年度未形成土地开发收入。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,发生营业成本79.10亿元,同比增长71.23%,高于营业收入增幅。

由于2013年公司土地一级开发以净收入记账，成本为零，导致当年营业成本较低。

公司期间费用以销售费用为主，随着房地产业务规模不断扩大，近三年公司期间费用总额持续增长，年均增长32.41%；2014年公司期间费用合计5.50亿元，占营业收入的4.41%，低于期间费用率三年平均值4.83%。总体看，公司期间费用控制能力尚可。

2012~2014年，公司营业税金及附加波动增长，三年分别为7.05亿元、6.44亿元和17.44亿元，其中受土地增值税增加影响2014年公司营业税金大幅增加。

2014年，公司资产减值损失-1.31亿元，较2013年的1.50亿元大幅减少，主要是2013年计提应收厦门市湖里区财政局土地出让金分成款坏账准备增加较多，同时2014年收回以前年度挂账的往来款，并重回已经计提的坏账准备所致；2014年公司投资收益为0.14亿元，同比减少71.97%，主要系同期理财产品利息收入较上年减少所致。

2012~2014年，随着房地产业务快速扩张，公司营业利润和利润总额年均分别增长23.80%和23.77%，2014年分别为24.14亿元和24.21亿元。

从盈利指标看，2012~2014年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率波动下降，上述指标三年平均值分别为26.74%、8.82%和22.61%；2014年上述指标分别为22.60%、7.76%和20.99%，2014年盈利能力低于平均水平主要系本年度利润率较高的土地业务未产生收入所致。

总体看，近年公司经营规模不断扩大，营业收入和利润规模持续增长，整体盈利能力较强；但同时，2014年土地开发业务未产生收入，导致本年度盈利指标有所下降。目前，房地产开发销售仍是公司收入和利润的主要来源，土地一级开发收益是重要补充。目前的限购政策以及各大城市相应公布的实施细则对房地产市场影响将进一步深化，联合资信将持续关注政

府对土地一级开发的出让金返还和国家房地产调控政策及其对公司后续项目的影响。

2. 现金流分析及保障

近三年，公司房产销售力度较大，并且伴随预收购房款和预收安置房补价款增加，现金回笼规模大幅度上升，销售商品、提供劳务收到的现金年均增长24.22%，2014年为124.25亿元。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，近三年年均增长67.67%，2014年为38.43亿元，较上年增长2.18%，主要是收到押金及保证金19.72亿元、收到厦门市住宅建设办公室工程进度款5.49亿元、收到厦门建发股份有限公司往来款8.76亿元、代收业主款1.29亿元等。经营现金流出方面，近三年公司项目投资规模不断增加，购买商品、接受劳务支付的现金年均增长44.92%，2014年为120.99亿元；支付其他与经营活动有关的现金年均增长195.80%，2014年为72.95亿元，主要为支付押金及保证金24.79亿元、支付厦门建发股份有限公司往来款18.84亿元、代付业主款11.53亿元、代付土地款12.08亿元、代付各项费用5.20亿元等。2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为16.36亿元、16.40亿元和-56.94亿元。

由于公司收入确认原则是竣工交房，确认收入与房产销售回款存在时滞，导致收入实现指标存在波动，2014年公司现金收入比为99.61%，低于三年平均值120.81%。总体看，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2012~2014年，公司投资活动现金流入量波动中有所增长，年均增长12.27%，2014年为0.24亿元，主要为收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金。2012~2014年，公司投资活动现金流出大幅增长，年均增长483.41%，2014年为5.44亿元，同比增长61.33%，主要系当年取得子公司支付的现金规模较大所致。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为0.03亿元、-2.84亿元和-5.19

亿元。2012~2014年，公司筹资活动前现金流量净额分别为16.39亿元、13.56亿元和-62.14亿元。

从筹资活动来看，公司房地产开发投资规模较大，筹资活动现金流入以取得借款为主；筹资活动现金流出主要为偿还债务以及分配股利、利润或偿付利息等支付的现金。2012~2014年，公司筹资活动现金流量净额分别为-7.70亿元、7.37亿元和35.41亿元，其中2014年大幅增长系受大规模借款影响。

总体看，近年公司收入实现质量尚可；经营活动产生的现金流量净额受在建项目的持续投入、开工项目的增加以及往来款规模较大影响，近年来波动较大，且在2014年大幅下降。同时联合资信关注到，项目开发力度、新增土地储备和房产销售情况等因素可能对公司经营活动现金流状况造成一定影响。未来随着房产项目开发维持较大规模投入，公司存在较大的对外融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

2012~2014年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为33.07%。截至2014年底，公司资产总额378.44亿元，同比增长16.14%，主要是公司加大投资力度，房地产开发存货大幅增加所致。截至2014年底，公司资产中流动资产占89.08%，非流动资产占10.92%。

2012~2014年，公司流动资产年均增长30.69%，主要来自存货的增加。截至2014年底，公司流动资产合计337.13亿元，构成以存货（占90.08%）、货币资金（占3.17%）和其他应收款（占2.36%）为主。

2012~2014年，公司货币资金波动下降，年均复合减少18.71%。截至2014年底，公司货币资金10.69亿元，受加大投资力度影响同比减少71.33%；货币资金构成以银行存款为主，占货币资金总额的96.82%，其余为少量库存现金和其他货币资金。截至2014年底，公司受限资金0.34亿元，主要为银行按揭贷款保证

金存款和保函保证金存款。

2012~2014年，公司应收账款波动下降，年均复合减少4.61%。截至2014年底，公司应收账款0.76亿元，较2013年底大幅减少25.17亿元，主要系收回2013年应收厦门市湖里区财政局对后埔-枋湖旧村改造项目的土地出让金分成款所致。2014年，应收账款中按账龄组合计提坏账准备的应收账款中，1年以内的占10.09%，1~2年的占42.04%，2~3年的占47.87%；年底坏账计提比例为19.07%。总体看，公司应收账款规模较小，账龄尚可，公司发生坏账风险较低。

2012~2014年，公司预付账款波动增长，年均复合增长52.96%，截至2014年底，公司预付款项6.82亿元，主要系预付永安市土地收购储备中心的土地出让金以及预付漳州国土资源局土地出让金所致；其中，1年以内的预付账款占比90.95%。

2012~2014年，公司其他应收款波动下降，年均复合减少10.81%。截至2014年底，公司其他应收款7.95亿元，主要是应收泉州市江龙建设投资有限公司等单位的往来款和应收厦门市湖里区财政局押金保证金；按账龄计提坏账准备的其他应收款中，账龄在1年以内的占32.28%，1~2年的占64.63%，其余为2年以上；从集中度方面看，前5名欠款额合计占其他应收款的51.95%，集中度较高。

表6 2014年底公司其他应收款前五名单位

单位名称	金额 (亿元)	占比 (%)	性质
厦门市湖里区财政局	1.73	21.76	押金保证金
泉州市江龙建设投资有限公司	0.82	10.31	往来款
厦门市博坤贸易有限公司	0.70	8.81	往来款
厦门禧鹏翔实业发展有限公司	0.40	5.03	往来款
厦门市同安区财政局	0.48	6.04	押金保证金
合计	4.13	51.95	--

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司存货快速增长，年均

复合增长 34.67%。2014 年，公司加大拿地和施工力度，新建、在建项目投入带动存货增至 303.70 亿元，同比增长 40.13%。从存货构成上看，主要为开发成本（占 81.77%）和开发产品（占 18.23%）。截至 2014 年底，公司未计提存货跌价准备。从抵押情况看，截至 2014 年底公司用于借款抵押的存货规模为 97.47 亿元，抵押比率为 32.09%。

截至 2014 年底，公司其他流动资产 7.21 亿元，为 2014 年新增，主要为预缴所得税 0.85 亿元以及预缴其他税费 6.36 亿元，其中预缴其他税费包括预缴土地增值税、营业税等。

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 59.07%。截至 2014 年底，公司非流动资产 41.31 亿元，同比增长 143.12%，主要系长期应收款和投资性房地产增长所致；公司非流动资产构成以长期应收款、投资性房地产、商誉、递延所得税资产、可供出售金融资产为主，2014 年上述科目占比分别为 59.89%、22.21%、4.61% 和 4.38%。

截至 2014 年底，公司新增可供出售金融资产 2.00 亿元，系“建发禾山后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划”（ABS），募集资金 14 亿元，其中 2 亿元次级部分由公司子公司禾山公司购买，列为可供出售金融资产。

2012~2014 年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 27.59%。截至 2014 年底，公司长期应收款 24.74 亿元，同比增长 72.25%，全部为下属子公司厦门禾山建设发展有限公司代建“后埔-枋湖旧村改造”项目所发生的成本支出。

2012~2014 年，公司投资性房地产分别为 0.05 亿元、0.04 亿元和 9.18 亿元，2014 年大幅增长主要系存货转入 2.58 亿元以及本年收购西南环保发展有限公司增加 6.67 亿元。

截至 2014 年底，公司新增商誉 1.90 亿元，主要为本年度合并西南环保发展有限公司形成的商誉。

总体看，随着近年公司房地产业务规模快

速扩张，公司资产总额快速增长。资产构成以流动资产为主，非流动资产主要为应收代建项目成本。公司流动资产中存货占比大，资产流动性较弱，整体资产质量尚可。

负债及所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益年均增长 23.57%，其中 2013 年主要来自实收资本的增加；2014 年主要来自未分配利润的增加。2013 年 1 月，公司按持股比例以 2012 年度未分配利润 20.00 亿元进行分红后，各股东按持股比例增资 10.00 亿元，增资后公司实收资本为 20.00 亿元，并于 2013 年 1 月 31 日完成工商变更。截至 2014 年底，公司所有者权益 82.92 亿元，归属母公司所有者权益中，实收资本占 28.37%，盈余公积占 5.88%，未分配利润占 65.30%。近三年，公司所有者权益不断增长，所有者权益中未分配利润占比较高，且过往年度有分红情况。总体看，公司所有者权益稳定性较弱。

2012~2014 年，公司负债总额持续增长，三年分别为 159.41 亿元、261.86 亿元和 295.52 亿元，其中 2013 年受流动负债中一年内到期的长期借款、预收款项和其他应付款的增加影响总负债水平快速增长。截至 2014 年底，公司负债合计 295.52 亿元，较 2013 年底增长 12.85%，主要来自非流动负债中长期借款和长期应付款的增加，同时带动非流动负债占比升至 39.58%；流动负债占比降至 60.42%。

2012~2014 年，公司流动负债波动上升，年均增长 32.50%。截至 2014 年底，公司流动负债 178.54 亿元，其中应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债占比分别为 10.87%、47.36%、21.20% 和 9.11%。

近三年，公司短期借款呈波动上升趋势，年均增长 88.02%，其中 2014 年受保证借款和抵押借款增加影响该年度短期借款余额快速增长至 10.61 亿元，其中抵押借款 5.12 亿元、保证借款 5.49 亿元。

2012~2014 年，随着新增土地储备和施工面

积的大幅增加，公司应付账款年均大幅增长48.82%；截至2014年底为19.40亿元，同比增长94.27%，主要为应付开发成本款。

近三年，公司预收款项波动上升，三年分别为50.25亿元、109.27亿元和84.55亿元，其中2013年受预收购房款和预收安置房补价款增加影响预收账款同比大幅增长。截至2014年底，公司预收账款84.55亿元，其中预收购房款占比94.67%、预收安置房补价款占比4.68%。

公司其他应付款主要包括往来款、预提准备金、预提企业所得税、少数股东往来款等，近三年波动上升，年均增长33.10%。截至2014年底，公司其他应付款37.85亿元，较2013年底减少20.43%，主要包括预提税金、应付建发股份、建发集团往来款等。

表 7 2014 年底公司其他应付款前五名单位

项目	金额 (亿元)	占比 (%)
预提税金	20.51	54.19
应付建发股份往来款	6.34	16.75
应付成都大蓉和建设投资有限公司土地溢价款	2.56	6.76
代收及暂收款	1.45	3.83
应付建发集团往来款	1.08	2.85
合计	31.94	84.39

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债波动上升，截至2014年底为16.26亿元，其中质押借款1.00亿元、抵押借款5.76亿元、保证借款9.47亿元、信用借款355.46万元。

2012~2014年，公司非流动负债快速增长，年均增长42.37%。截至2014年底，公司非流动负债116.98亿元，其中长期借款、应付债券（“09建发债”和“13建发债”）和长期应付款分别占比分别为78.69%、9.61%和10.26%。

2012~2014年，长期借款快速增长，年均增长33.79%。截至2014年底，公司长期借款92.05亿元，其中质押借款、抵押借款和保证借款占比分别为5.22%、46.00%和48.78%。

截至 2014 年底，公司长期应付款 12.00 亿

元，为当年度新增，主要系新增 ABS 项目，即建发禾山后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划。

2012~2014 年，公司全部债务年均增长37.22%。截至 2014 年底，公司有息债务总额142.17 亿元，同比增长 48.32%；其中短期债务占 18.90%，长期债务占 81.10%。截至 2014 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 78.09%、63.16%和 58.17%，三年平均值分别为 78.07%、61.20%和 55.29%。

总体看，近年受非流动负债增加影响公司债务总额有所上升，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。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，受流动负债波动影响，近三年公司流动比率和速动比率波动下降，三年平均值分别为182.10%和29.82%，2014年底分别为188.83%和18.72%。近三年公司经营现金流动负债比分别为16.08%、8.65%和-31.90%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力一般。公司流动负债中其他应付款和预收款项占比较大，其中其他应付款主要是预提税金、应付往来款和工程款等；预收款项主要是房屋预售款，实际无需现金偿付。综合考虑，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，近三年公司EBITDA不断增长，分别为15.93亿元、21.74亿元和24.59亿元，年均增长24.24%。2012~2014年，公司EBITDA利息倍数分别为2.69倍、7.16倍和2.40倍；全部债务/EBITDA分别为4.74倍、4.41倍和5.78倍。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至2014年底，公司在多家银行获得授信总额度为235.73亿元，已使用额度为139.52亿元，尚未使用额度为96.21亿元。此外，2014年12月，公司收购香港上市公司西南环保发展有限公司（1908.HK）75%股权，公司直接和间接

融资渠道畅通。

或有负债方面，公司及下属子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 2014 年底，公司及下属子公司承担上述阶段性担保金额为人民币 59.16 亿元，此外无其他对外担保事项。

5. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G10350203000293806），截至 2015 年 4 月 29 日，公司有 1 笔已结清的关注类信贷信息，无未结清的关注类和不良类信贷信息记录。

6. 抗风险能力

公司是厦门市大型房地产开发商，区域性品牌优势明显，从业经验丰富，近年维持较大投资开发力度，施工规模扩大，房产销售收入及资金回笼快速增加，盈利能力较强，充足的土地储备及较强的成本管理能力为公司保持稳定发展提供支持，整体抗风险能力强。

7. 存续期内债券偿还能力

“09建发债”发行额度6.3亿元，“13建发房产债”发行额度5亿元，合计11.3亿元。2014年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为24.59亿元、162.68亿元和-56.94亿元，分别为“09建发债”和“13建发房产债”待偿还本金合计金额11.3亿元的2.18倍、14.40倍、-5.04倍。“09建发债”于到期日一次性还本，“13建发房产债”于存续期后五年分别偿还20%的本金，即每年偿还1亿元，则公司单年偿付存续期债券本金的最大额度为7.3亿元。2014年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别单年偿付本金最大额度7.3亿元的3.37倍、22.28倍和-7.8倍。整体看，公司

EBITDA和经营活动现金流入量对公司存续期债券保障能力较强。

九、募集资金使用及担保情况分析

1. 募投项目进展及资金使用情况

“09建发债”募投项目为后埔-枋湖旧村改造之枋湖片区和后埔-枋湖旧村改造之蔡坑安置房项目。“09建发债”共募集资金6.3亿元，其中5.7亿元用于后埔-枋湖旧村改造之枋湖片区项目，占募集资金总额的90.48%，其余0.6亿元用于后埔-枋湖旧村改造蔡坑安置房项目，占募集资金总额的9.52%。

后埔-枋湖旧村改造之枋湖片区项目总投资额25亿元，截至到2014年底，已投资22亿元，项目已基本完工，5.70亿元募集资金已全部使用完毕；后埔-枋湖旧村改造之蔡坑安置房项目总投资额4.80亿元，截止到2014年底，已投资4.80亿元，项目已完工，0.60亿元募集资金已全部使用完毕。

“13建发房产债”的募投项目为“厦门市2011XP01限价商品房（翔城国际）项目”。该项目属于洋唐保障性安居工程，项目总投资为9.6亿元，截至2014年底，已投资8.8亿元，募集资金5亿元已全部使用完毕，项目主体已竣工，正在进行景观、公路等配套基础设施建设，资金投入均在预计总投范围内进行投入。

2. “09建发债”担保方情况

“09建发债”由建发集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

建发集团原称“厦门经济特区建设发展公司”，系根据厦门市人民政府厦政[1981]第12号文，福建省厦门经济特区管委会厦特管字[1981]002号文批准，于1980年12月设立的厦门市综合性的国有独资有限公司。1995年10月31日，经国家对外经济贸易合作部[1995]外经政审函字第1970号文、厦门市经济贸易委员会厦经贸外管[1995]444号文及厦门市工商局（95）厦工商企变更字第0077号文批准，厦门经济特区

建设发展公司更名为厦门建发集团有限公司。截至2015年3月底，建发集团注册资金45亿元人民币，厦门市国有资产监督管理委员会持有其100%股权，为其控股股东及实际控制人。

目前建发股份是建发集团的核心企业和运营主体，截至2015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44.97%；社会公众持股55.03%。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。

经营及财务分析

目前，建发集团经营业务主要包括供应链运营、房地产开发、旅游饮食服务等，此外还涉及物业管理、金融投资等领域。2013年，公司业务规模进一步扩张，营业总收入达1046.64亿元。其中，供应链运营业务是公司营业收入的主要来源，当年收入为878.05亿元，占营业收入的83.89%；房地产业务营业收入为135.99亿元，占营业收入的2.19%。2014年前三季度，公司营业总收入862.20亿元，其中供应链运营业务、房地产开发业务和旅游饮食业务分别实现收入735.26亿元、92.94亿元和19.88亿元。

从建发集团各板块经营情况来看：

近年来，建发集团继续沿着“供应链运营+房地产”双主业格局推进供应链运营商战略的实施，贯彻实施专业化、公司化、走出去和供应链服务四大经营战略，积极开拓业务，取得了良好的经济效益，实现了经营规模和经营效益的同步快速增长。建发集团的供应链运营业务由建发股份经营。在供应链运营业务方面，已形成浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务、汽车及酒类共计十大核心子业务，贸易商品以钢铁、化工和矿产品为主；房地产业务则主要依托联发集团有限公司和建发地产进行运营。

2013年建发集团供应链运营业务收入878.05亿元，同比增长10.52%。2014年1~9月，该板块实现收入735.26亿元。建发股份依靠20多年的贸易行业经验建立起的一套相对完整的

供销、运输储存和服务产业链，建发股份的贸易业务在世界经济低迷、国内经济增长放缓的形势下依然保持了稳定的发展势头，具有较强的市场竞争力。

公司房地产业务主要由控股企业联发集团有限公司和建发房地产集团有限公司运营。2013年，公司房地产业务实现收入135.99亿元，同比大幅增长，主要是由于公司抓住市场回暖的契机，及时调整销售策略，加大供应所致；2014年1~9月，该板块收入为92.94亿元。2013年公司新开工面积238万平方米，竣工面积192万平方米，新增土地储备面积393万平方米，全年实现现金回流189亿元。2014年1~9月，建发集团结算销售面积81.17万平方米，较上年同比21.45%；结算销售金额92.14亿元，同比增长2.56%；签约销售金额103.16亿元，较2013年有所减少。

建发集团旅游餐饮板块主要由全资子公司厦门建发旅游集团股份有限公司（以下简称“旅游集团”）经营，目前有14家酒店，其中3家为五星级酒店，酒店整体档次较高，所处区位较好；旅游业务主要由旅游集团子公司厦门建发国际旅行社有限公司经营。旅游集团抓住高铁开通、两岸形势缓和、福建及厦门掀起新一轮跨越式发展的良好机遇，创新产品，突出特色，加强营销，收入和利润全面增长。另外，厦门得天独厚的自然条件和旅游资源，稳定发展的区域经济、为酒店、旅游、会展等业务的发展创造了良好的外部环境，2013年公司旅游板块实现营业收入22.96亿元，同比小幅度上升。2014年1~9月，建发集团该板块实现收入19.88亿元。

截至2014年底，建发集团资产合计1108.75亿元，所有者权益合计251.28亿元（其中少数股东权益114.88亿元）；2014年，建发集团实现营业收入1239.36亿元，利润总额43.69亿元。

截至2015年3月底，建发集团资产合计1177.50亿元，所有者权益合计259.07亿元（其中少数股东权益119.12亿元）；2015年1~3月，

建发集团实现营业收入244.70亿元，利润总额5.63亿元。

总体看，建发集团行业经验丰富，主要业务板块的经营业绩稳步提升，整体收入增长，品牌效应明显，经营和财务状况良好。

经联合资信评定，建发集团的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保有效提升了“09建发债”的安全性。

3. “13建发房产债”担保方情况

“13建发房产债”由建发股份提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

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。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.SH。截至2015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44.97%；社会公众持股55.03%。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。

截至2015年3月底，建发股份合并资产总额980.68亿元，所有者权益227.99亿元（含少数股东权益51.22亿元）；2015年1~3月建发股份实现营业收入237.71亿元，利润总额5.74亿元。

建发股份作为厦门地区的上市公司，已确立了供应链运营和房地产双主业格局，在经营规模、品牌信誉、营销网络等方面具有的显著优势。跟踪期内，建发股份完善了一体化服务体系，经营规模不断扩大，房地产项目销售良好，经营活动获现能力增强，充足的土地储备支撑房地产业务的可持续发展，综合竞争力得到提升。同时，联合资信将继续关注建发股份债务负担重、供应链运营业务一定程度上受全球经济形势变化、商品价格波动和贸易政策调

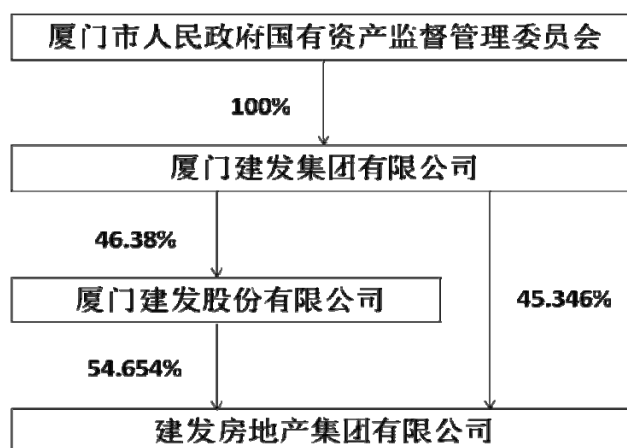
整的影响、房地产业务受宏观调控和经济周期波动影响大等多种因素可能对公司经营及发展造成的不利影响。

经联合资信评定，建发股份的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保有效提升了“13建发房产债”的安全性。

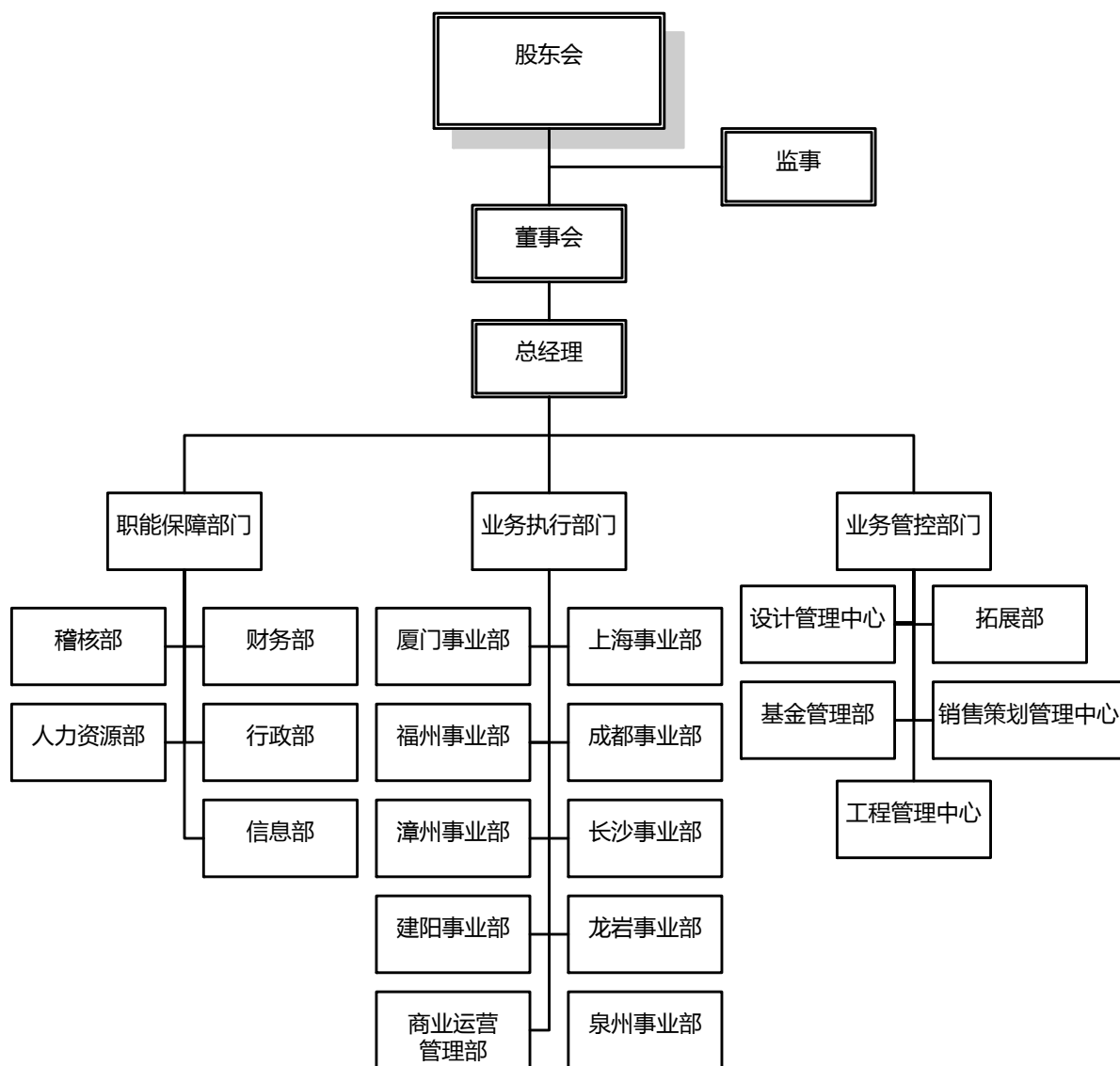
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“09建发债”和“13建发房产债”的信用等级为AAA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	16.18	37.30	10.69
资产总额(亿元)	213.71	325.86	378.44
所有者权益(亿元)	54.30	64.00	82.92
短期债务(亿元)	17.83	23.62	26.87
长期债务(亿元)	57.67	72.23	115.30
全部债务(亿元)	75.50	95.85	142.17
营业收入(亿元)	68.46	79.39	124.74
利润总额(亿元)	15.80	21.58	24.21
EBITDA(亿元)	15.93	21.74	24.59
经营性净现金流(亿元)	16.36	16.40	-56.94
财务指标			
销售债权周转次数(次)	32.04	5.93	9.35
存货周转次数(次)	0.27	0.24	0.30
总资产周转次数(次)	0.34	0.29	0.35
现金收入比(%)	117.61	158.28	99.61
营业利润率(%)	26.64	33.70	22.60
总资本收益率(%)	9.54	10.10	7.76
净资产收益率(%)	22.79	25.20	20.99
长期债务资本化比率(%)	51.51	53.02	58.17
全部债务资本化比率(%)	58.17	59.96	63.16
资产负债率(%)	74.59	80.36	78.09
流动比率(%)	194.09	162.91	188.83
速动比率(%)	29.42	48.60	18.72
经营现金流动负债比(%)	16.08	8.65	-31.90
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	7.16	2.40
全部债务/EBITDA(倍)	4.74	4.41	5.78

注：将长期应付款中的“后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划”12 亿元计入长期债务和全部债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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+一年内到期的长期负债+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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。