

信用等级公告

联合[2017] 591 号

联合资信评估有限公司通过对建发房地产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

建发房地产集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

建发房地产集团有限公司

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
二零一七年四月二十一日



建发房地产集团有限公司

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

担保方主体长期信用等级: AAA

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: 5 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2017 年 4 月 21 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	37.30	10.69	42.41	61.82
资产总额(亿元)	325.86	378.44	464.78	626.28
所有者权益(亿元)	64.00	82.92	118.27	116.43
短期债务(亿元)	23.62	26.87	17.60	25.61
长期债务(亿元)	72.23	103.30	100.45	175.99
全部债务(亿元)	95.85	130.17	118.05	201.60
调整后全部债务(亿元)	95.85	142.17	127.55	211.60
营业收入(亿元)	79.39	124.74	143.06	49.47
利润总额(亿元)	21.58	24.21	27.35	5.54
EBITDA(亿元)	21.74	24.59	30.23	--
经营性净现金流(亿元)	16.40	-56.94	37.97	-43.94
营业利润率(%)	33.70	22.60	25.46	18.32
净资产收益率(%)	25.20	20.99	15.64	--
资产负债率(%)	80.36	78.09	74.55	81.41
全部债务资本化比率(%)	59.96	61.09	49.95	63.39
流动比率(%)	162.91	188.83	171.45	167.23
经营现金流动负债比(%)	8.65	-31.90	16.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.41	5.29	3.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.16	2.40	3.55	--

注: 2016 年三季度财务数据未经审计。

分析师

潘云峰 刘艳婷

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

建发房地产集团有限公司(以下简称“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。受益于房地产市场回暖以及政策引导支持,公司加大房地产项目去化力度,近年营业收入保持快速增长态势,利润水平不断提高。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司债务负担加重,资产中存货占比大,流动性偏弱以及房地产行业受国家宏观政策和经济周期性影响大等不利因素对公司经营发展带来的负面影响。

未来,随着公司在建房地产项目逐步竣工交房,土地一级开发等代建项目稳步推进,公司营业收入和利润水平有望持续上升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评级,建发股份主体长期信用等级为 AAA,建发股份担保实力很强,显著提升了本期中期票据的信用水平。

基于对公司主体长期信用及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

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. 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（现名“建发国际投资集团有限公司”）75%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. 公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较高。
5. 本期中期票据由厦门建发股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本期中期票据偿付的安全性。

关注

1. 房地产行业受政府政策调控影响，行业景气度有所波动。
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. 公司资产中存货占比大，其变现效率受房地产市场波动影响明显。
4. 近年来，公司土地一级开发收入存在波动，并且土地出让受政府政策影响较大，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、建发房地产集团有限公司 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；根据跟踪评级结论，在有效期内信用等级可能发生变化。

建发房地产集团有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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2016年9月底，公司注册资本人民币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2016年9月底，公司设有职能保障、业务执行和业务管控三类合计25个部门，纳入合并范围的二级子公司共计38家。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 464.78 亿元，所有者权益合计 118.27 亿元（其中少数股东权益 29.59 亿元）；2015 年公司实现营业收入 143.06 亿元，利润总额 27.35 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 626.28 亿元，所有者权益合计 116.43 亿元（其中少数股东权益 29.50 亿元）；2016 年 1~9 月公司实现营业收入 49.47 亿元，利润总额 5.54 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。

二、本期中期票据概况

公司已于2017年注册中期票据额度20亿元，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”）5亿元，存续期限5年，按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金全部用于偿还银行借款。

根据厦门建发股份有限公司提供的《担保函》，建发股份对建发地产 2017 年度第一期中期票据到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。故本期中期票据由建发股份提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

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和民间投资。国企改革

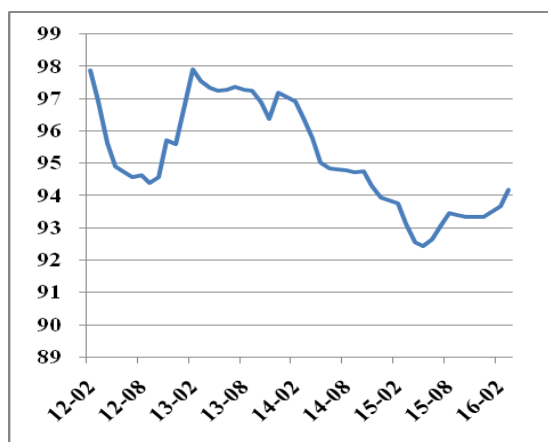
革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施,将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看,国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期,政策效应的显现需要一定时间,而短期内财政政策实施空间有限,投资、外贸存在不同程度的压力,预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

进入 2015 年,在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下,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。

图 1 2012 年以来国房景气指数 (频率:月)

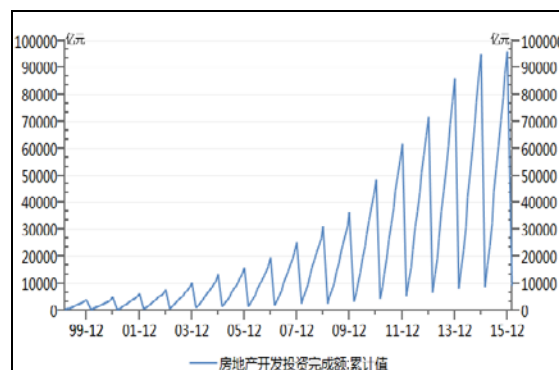


资料来源: wind资讯

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,同比增长 5.80%,其中住宅投资 49931 亿元,同比增长 5.10%;房屋施工面积 71.60 亿平方米,同比增长 3.20%,其中住宅施工面积 49.10 亿平方米,同比增长 1.70%;房屋新开工面积 12.27 亿平方米,同比增长 6.80%;竣工面积 5.71 亿平方米,同比增长 12.10%。销售方面,2016 年 1~9 月,全国商品房销售额 80208 亿元,同比增长 41.30%。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 年以来,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。

随着全国房地产市场持续回暖，为抑制房价过快上涨，近期调控政策密集出台，10 月以来，全国以及二十二个核心一二线城市相继启动收紧政策，从限购、限贷、土地供应、市场监管等多角度抑制房价过快上涨。从全国范围来看，10 月 9 日，国土资源部和国家发展改革委员会关于落实“十三五”单位国内生产总值建设用地使用面积下降目标的指导意见中提出要充分释放土地资源利用的空间和潜力；10 月 13 日，国务院发布《互联网金融风险专项整治工作实施方案》包括严禁首付贷，规范互联网众筹买方等行为；10 月 22 日，中国银监会召开三季度经济金融形势分析会，要求严格执行房地产贷款业务桂枝要求和调控政策；10 月 28 日，上海证券交易所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》文件，其中要求房地企业发行债券实施分类监管，房地产企业发行债券将受到严控；10 月 29 日，央行上海总部召开会议，要求严格实行限贷，防范资金违规流入土地市场。从各大城市政策内容及力度来看，政策差异化明显，但依然坚持“分类调控，精准施策”的主调。从短期来看，由于在短时间内出台大范围且密集的调控政策，全国房地产市场尤其是一二线城市将出现短期调整，三四线城市继续加大去库存力度。从长期来看，房地产市场投机性需求将被有效抑制，房地产行业将面临洗牌，市场逐步回归平稳。

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。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. 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 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，厦门全年地区生产总值（GDP）3466.01 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.2%。其中，第一产业增加值 23.94 亿元，下降 0.5%；第二产业增加值 1508.99 亿元，增长 7.9%；第三产业增加值 1933.08 亿元，增长 6.5%。三次产业结构为 0.7：43.5：55.8。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 年底，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%。规模以上工业中，重工业完成产值 3416.91 亿元，比上年增长 8.1%；轻工业完成产值 1613.90 亿元，增长 8.2%，重工业与轻工业之比为 2.12:1。

2015 年，厦门市基础设施投资 590.36 亿元，增长 38.5%，其中交通运输业投资 312.85 亿元，增长 39.0%。工业投资 354.59 亿元，增长 18.7%，其中工业企业技术改造投资 251.80 亿元，增长 15.0%。社会事业投资 99.22 亿元，增长 35.9%。金融业投资 11.09 亿元，增长 34.8%。批发零售

业投资 18.63 亿元，下降 9.5%。

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%，其中固定资产投资（不含农户）1887.65 亿元，增长 20.8%。分产业看，第一产业投资下降 27.1%，第二产业投资增长 17.4%，第三产业投资增长 21.8%，三次产业投资比例为 0.1:18.9:81.0。

3. 厦门市房地产市场概况

2015 年，厦门市房地产开发投资 774.07 亿元，增长 9.9%，各季度增速呈现出不断回落趋势。从开工情况来看，受土地供给限制，房地产新开工项目缩减，进一步导致商品房新开工面积大幅下降和建安进度放缓，2015 年全市房地产新开工面积 592.47 万平方米，下降 19.9%，房地产建安投资 409.80 亿元，增长 1.2%。从销售面积来看，2015 年全市商品房销售面积为 570.83 万平方米，下降 27.8%，销售额 920.29 亿元，下降 24.3%。

2011 年以来，除 2012 年因房地产调控导致厦门房价略有下滑外，剩余年份厦门市房价均处于上涨态势，且同比涨幅多次居全国第一。据中国指数研究院统计，2014 年厦门住宅均价累计上涨幅度达 12.27%，厦门市住宅价格定基指数为 127.1，同比指数为 102.1，环比指数 99.5，远高于其它城市的平均水平。2014 年，厦门住宅均价达 21152 元/平方米，绝对水平超过一线城市广州。2015 年 12 月，厦门新建住宅平均价格为 22206 元/平方米。

从厦门商住用地价格走势看，2010 年厦门土地成交楼面价均价 3616 元/平方米，而到 2014 年均价已达 10687 元/平方米，5 年间涨了近 2 倍，领先国内其他二线城市。2014 年，受制于土地整理难度加大，厦门市共出让经营性用地 24 宗，土地面积 105.5 万平方米，同比减少 30%；总建筑面积 221.9 万平方米，同比减少 43.2%；全年完成供地计划仅 25%，供地量大幅缩水。土地供应持续趋紧，给予库存一定的去化时间，缓解局部供应过剩的风险。截至 2016 年 8 月，

厦门市土地成交楼面均价已达到 24806 元/平方米。

总体看，本次债券偿债主体和担保方所在厦门区域房地产市场近年来发展情况良好，土地价格上涨、房价平稳上升。同时，土地一级开发及基础设施建设与政府财力密切相关，厦门市经济保持平稳较快发展，财政实力不断增强，有力地保障了土地一级开发及基础设施建设的发展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 9 月底，公司实收资本 20 亿元，建发股份和建发集团分别对公司持股 54.65% 和 45.35%，实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会。（产权结构见附件 1-1）

2. 企业规模与竞争力

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及运营管理，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。公司连续 3 年荣登中国房地产开发企业综合发展 50 强,并在中国房地产业协会、中国房地产测评中心主办的 2016 中国房地产 500 强测评中排名第 35 位,房地产综合开发实力一直居厦门市前三位。总体看,公司作为厦门市大型房地产开发商之一,区域品牌优势明显,从业经验丰富,综合竞争力较强。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员 7 人,其中董事长 1 人,总经理 1 人,副总经理 4 人,财务总监 1 人,均具有丰富的企业管理经验。

公司董事长庄跃凯先生,1965 年 5 月出生,本科学历,高级工程师,企业法律顾问。曾任厦门建发集团公司房产二部副经理、经理,厦门建发集团有限公司总经理助理,厦门建发集团房地产有限公司总经理。现任公司董事长,建发集团副总经理。

公司总经理施震先生,1965 年 7 月出生,本科学历,高级工程师。曾在天安(厦门)地产投资有限公司、厦门海天房地产开发有限公司工作,曾任建发集团房产二部副经理,建发集团房地产有限公司副总经理。现任公司董事、总经理。

截至 2016 年 9 月底,公司共有员工 897 人,从年龄划分,30 岁以下的占比 24.75%、30~50 岁的占比 73.80%、50 岁以上的占比 1.45%,以中青年员工为主;从学历划分,大专以上的占比 90.41%,高中、中专占 8.25%、中专以下的占比 1.34%。

整体看,公司高层管理人员工作、专业经验丰富,员工学历水平较高,能够满足公司发展的需求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是经厦国资产权[1998]119号批准,依据《中华人民共和国公司法》组建,并具有完善法人治理结构的有限责任公司。公司设立了股东会、董事会、总经理等机构对公司进行经营与管理,并聘请监事对公司进行监督。

股东会是公司的最高权力机构,由全体股东组成。股东会决定公司经营方针和投资计划;选举和更换非由职工代表担任的董事、监事,决定有关董事、监事的报酬事项;审议批准董事会的报告;审议批准监事的报告;审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案;审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设立董事会,是公司经营决策机构,对股东大会负责。董事会成员 7 人,目前设董事长 1 人,董事 6 人。公司董事由股东会选举产生,董事长由全体董事会成员过半数选举产生。公司设总经理一名,由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责,主要负责公司的生产经营管理工作。

2. 管理水平

为了建立完善的法人治理结构，有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度，包括《建发房地产集团有限公司财务管理制度》和《建发房地产集团有限公司投资管理规定》等。

投资管理方面，公司制定了《建发房地产集团有限公司投资管理规定》等一系列投资管理制度。公司的投资业务包括：收购法人公司股权；对外合资设立新的控股、参股公司；设立全资子公司（包括分公司）；对原有全资、控股、参股公司进行增资、减资、增持、减持等涉及股权比例、股本变化的事项。

担保管理方面，公司根据《中华人民共和国担保法》等法律法规制定了《对外担保管理规定》，对于集团外企业的担保行为，公司坚持风险可控的原则，实行严格的担保管理制度，将担保纳入年度预算进行管理，实行总量控制。

筹资管理方面，公司制定了一系列筹资管理制度。目前，公司发生的筹资事项由股东会审批。公司发生的权益性筹资事项以及资本公积金和盈余公积金转增资本的方案，由公司股东会审批。

财务预算管理制度方面，公司明确了各单位的责任、权利与利益，公司内部各单位建立了内部财务预算约束机制，进一步规范企业集团财务预算管理行为。财务部拟订集团公司和集团整体的财务预算目标、政策，制定财务预算管理的具体措施和办法，审议、平衡财务预算方案，组织下达财务预算，协调解决财务预算编制和执行过程中的问题，组织审计、考核财务预算的执行情况，督促各企业单位完成财务预算目标；集团公司建立内部弹性预算机制。对于不影响集团整体目标的业务预算、资本预算、筹资预算之间的调整，各子公司可以按照集团内部授权批准制度执行，鼓励预算执行单位及时采取有效的经营管理对策，保证财务预算目标的实现。

下属子公司的管理控制方面，公司与子公

司在资产、人员、业务、机构方面保持相对独立，公司主要通过行使股东权利来实现对子公司的控制和管理，包括但不限于向子公司委派董、监事人员，通过董事会向子公司委派总经理、财务总监等公司高管，决定子公司的财务制度和财务预决算，决定子公司的利润分配，决定子公司的重大投融资，决定子公司的重大资产和产权处置等重大事项。同时对各子公司实行经营业务年度考核，主要为年度利润指标完成情况考核制度。除行使股东权利外，公司原则上不干预子公司的日常经营活动。

激励约束机制方面，公司建立了以岗位、业务能力和业绩为核心的激励机制，根据对下属子公司的经营目标对经营管理层下达年度工作计划和任务目标，完善和落实各专业岗位的工作责任，通过绩效考核制度，完善对经营成果的定量考核。

安全生产管理方面，为规范生产管理，公司制定了《安全生产管理制度》等生产管理规章制度，明确规定公司各级机构的安全生产管理责任，要求公司针对自身行业生产特点，制定完善的安全生产管理规范，以保障生产安全。公司下属各级机构在生产经营和项目建设过程中，不断加强安全生产管理体系建设，完善安全生产管理网络和制度，抓好安全生产培训教育和保障措施的到位，及时消除各类不安全因素和事故隐患；坚持推行安全标准化管理，完善事故防范机制，加强安全工作检查力度，着力抓好主要危险源点和要害部位的安全管理工作，保证企业生产平稳发展。

总体看，公司治理结构清晰明确，部门设置合理，内部职责分工明晰，管理制度较为健全，组织结构设置能够满足经营管理的需要。

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。2013~2015年，公司主营业务收入快速增长，年均复合增长34.49%。2015年公司业务发展较快，实现主营业务收入141.66亿元，同比增长14.06%。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63.36亿元、122.96亿元和139.88亿元，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，2013年实现收入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，2015年该地块已经完成一级土地开发，由于尚未出让，仍未能确认收入；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，2015年为1.78亿元。2016年1~9月，公司实现主营业务收入48.09亿元，其中房产销售板块确认收入46.19亿元，占主营业务收入96.05%，仍为主营业务收入主要构成部分；2016年1~9月，房地产销售板块收入仅为2015年全年的33.02%，主要由于受项目建设进度影响，前三季度确认收入较少所致。

从盈利水平来看，2013~2015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增长趋势，三年分别为41.00%、36.42%和43.15%。2013~2015年公司房产销售业务盈利水平较高，三年分别为28.85%、36.41%和43.22%，受益于销售的房产项目位置优越、利润率较高，该板块毛利率持续上升，2015年较2014年提升6.81个百分点。公司土地一级开发成本不计入营业成本，土地出让前直接计入长期应收款，2013年该板块毛利率为100.00%；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”。2013~2015年公司物业租赁及管理毛利率分别为7.91%、37.70%和37.84%，2014年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。2016年1~9月，公司主营业务毛利率为26.74%，房产销售板块毛利率为27.17%，较2015年全年下降16.05个百分点，主要系2016年前三季度竣工交付的项目较少且多为盈利水平较低的项目所致；土地一级开发板块仍未确认收入；物业租赁及管理板块毛利率为16.47%，较2015年下降21.37个百分点。

表1 2013~2016年9月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2013年			2014年			2015年			2016年1~9月		
	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	营业收入	收入占比	毛利率
房地产开发	63.36	80.90	28.85	122.96	99.00	36.41	139.88	98.74	43.22	46.19	96.06	27.17
土地一级开发	13.74	17.54	100.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
物业租赁及管理	1.22	1.56	7.91	1.24	1.00	37.70	1.78	1.26	37.84	1.90	3.94	16.47
合计	78.32	100.00	41.00	124.20	100.00	36.42	141.66	100.00	43.15	48.09	100.00	26.74

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	2013年	2014年	2015年	16年1~9月
房地产开发完成投资	110.87	160.48	154.29	210.17

房屋新开工面积	130.57	166.82	156.74	79.79
房屋竣工（交房）面积	76.32	101.07	194.06	27.44
房屋签约销售面积	77.19	59.94	117.16	84.41
土地储备情况	307.25	166.81	179.61	267.80

实际销售额	112.21	98.62	184.93	134.68
-------	--------	-------	--------	--------

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，2013~2015 年公司房产开发业务经营规模持续扩大，年均复合增长 17.97%，2015 年公司房产开发投资为 154.29 亿元，较 2014 年下降 3.86%。同期公司继续加快施工和销售力度，房屋新开工面积年均复合增 9.56%，2015 年达 156.74 万平方米，较上年略有下降；近三年房屋签约销售面积波动增长，2015 年房屋签约销售面积为 117.16 万平方米，较 2014 年大幅增长 95.46%，主要系受 2015 年房地产调控政策放宽影响，房屋签约销售面积大幅增长所致。2016 年 1~9 月，公司房屋签约销售面积 84.41 万平方米，占 2 年全年的 72.05%。主要销售项目中央湾 E41、E55/57，上海公园首府、南平悦城、三明永郡等。

表 3 2015 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	109.14	78.03
湖南	2.28	1.63
上海	23.28	16.64
四川	4.34	3.10
广西	0.84	0.60
合计	139.88	100

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。2013~2015 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，2015 年各区域营业收入占比见表 3。

截至 2016 年 9 月底，公司在建房地产开发项目 27 个，其中可售面积 363.82 万平方米，投资总额 424.70 亿元，截至 2016 年 9 月底已完成投资 334.46 亿元，尚需投资 90.24 亿元。公司在建项目集中在厦门、漳州、上海、成都、泉州、南平、福州等地区。国家宏观政策的调整，对房地产业务影响大。

表 4 截至 2016 年 9 月底公司在建房产项目投资情况 (单位：万平方米、万元、%)

项目	区域	可售面积	总投资	截至 2016 年 9 月底已投资	未来投资	项目进度
海西首座 E36	厦门	8.46	287395.16	234621.11	52774.05	81.64
中央天成	厦门	18.26	457858.00	443598.19	14259.81	96.89
央玺	厦门	11.88	375903.30	314703.12	61200.18	83.72
中央天悦	厦门	10.01	137624.00	128073.64	9550.36	93.06
碧湖*壹号	漳州	15.16	152940.80	105943.40	46997.40	69.27
漳州碧湖双玺一期	漳州	18.37	141895.37	76909.19	64986.18	54.20
半山御园二期	漳州	2.09	48890.20	16000.85	32889.35	32.73
建发北湖苑三区	福州	20.14	320292.29	291947.37	28344.92	91.15
福州北纬 25 度一期	福州	3.98	112155.10	70577.75	41577.35	62.93
上海建发国际大厦	上海	4.83	128766.00	104669.97	24096.03	81.29
建发玖珑湾	上海	7.43	171942.00	158540.62	13401.38	92.21
新江湾 22 号	上海	6.19	61203.00	35183.87	26019.13	57.49
建发-鹭洲国际	成都	26.79	319200.00	298005.87	21194.13	93.36
建发-锦城鹭洲	成都	16.46	171461.00	162561.75	8899.25	94.81
浅水湾二期 A	成都	3.14	104426.00	71221.89	33204.11	68.20
建发悦城二区	南平	27.16	111367.00	70983.59	40383.41	63.74

永郡一二期	三明	15.48	97604.78	64720.38	32884.40	66.31
燕郡一四期	三明	10.58	75130.87	51991.39	23139.48	69.20
燕郡二期（安置房）	三明	1.70	15599.38	3767.99	11831.38	24.15
建发-龙郡二三期	龙岩	32.96	171973.61	123329.70	48643.91	71.71
建发-央郡	龙岩	8.79	67033.00	57250.74	9782.26	85.41
建发中泱天成	苏州	17.11	121674.98	84273.49	37401.49	69.26
苏州独墅湾一期	苏州	16.00	213110.16	165982.53	47127.63	77.89
珑璟湾一二期	泉州	23.57	131141.55	103325.72	27815.83	78.79
泉州珑玥湾一期	泉州	7.55	51910.06	17952.90	33957.16	34.58
建发美地一期	长沙	17.71	129848.86	59561.66	70287.20	45.87
长沙中央悦府	长沙	12.00	68698.60	28920.34	39778.26	42.10
合计		363.82	4247045.07	3344619.01	902426.06	--

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 2016 年 9 月底，公司拥有土地储备 229.66 万平方米，均为未开工的房地产项目土地，账面价值 246.47 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 2016 年 9 月底公司主要土地储备明细（单位：万平方米、亿元）

项目名称	地理位置	取得时间	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	漳州	2012.6	住宅、商业	4.74	招拍挂	0.94	否
碧湖双玺二期	漳州	2015.11	住宅、商业	6.32	招拍挂	6.55	否
建发美地二期	长沙	2007.8	住宅、商业	11.96	招拍挂	1.46	否
珑璟湾 3 期	泉州	2013.1	住宅、商业	9.73	招拍挂	1.26	否
珑玥湾二期	泉州	2015.10	住宅、商业	17.47	招拍挂	4.28	否
泉州、中泱天成	泉州	2015.9	住宅、商业	6.21	招拍挂	1.43	否
燕郡二三期	三明	2013.9	住宅、商业	15.96	招拍挂	2.16	否
独墅湖二期	苏州	2015.9	住宅、商业	22.67	招拍挂	37.27	否
长泰发现之旅	漳州	2016.1	住宅、商业	35.84	收购	1.62	否
北纬 25 度	福州	2016.1	住宅、商业	2.44	收购	6.70	否
连江、中央天成	福州	2016.4	住宅、商业	14.74	招拍挂	4.56	否
龙湖山庄	深圳	2016.5	住宅	2.61	收购	6.63	是
苏州 2016-WG-36 号	苏州	2016.5	住宅、商业	18.03	招拍挂	32.26	否
合肥 S1510	合肥	2016.5	住宅、商业	8.49	招拍挂	15.92	否
合肥 S1511	合肥	2016.5	住宅、商业	6.71	招拍挂	12.47	否
上海嘉定 E27-1 地块	上海	2016.6	住宅、商业	13.86	招拍挂	41.98	否
N12-1101 单元 06-01 地块	上海	2016.8	住宅、商业	12.64	招拍挂	67.90	否

SN-D- (02-03)	南平	2016.9	商服住宅	9.24	收购	0.56	否
SN-D-07	南平	2016.9	商服住宅	10.01	收购	0.52	否
合计				229.66		246.47	

资料来源：公司提供

公司未来 5 年拟建项目共 7 个，包括碧湖双玺二期、泉州-中泱天成、独墅湖二三期、北纬 25 度、龙湖山庄等项目，预计总投资共计 99.21 亿元，截至 2016 年 9 月底已落实资金 53.53 亿元。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 2016 年 9 月底，公司已投资 85.88 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 2015 年底，已完成投资，目前已竣工，正在进行安置工作，已安置 16.58 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 12.14 亿元、利润总额 2.24 亿元。截至 2016 年 9 月底，翔城国际已全部完工。

截至 2016 年 9 月末，公司无在建保障房项目，无保障房储备用地。

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；较多的土地

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。2013~2015年，公司物业租赁及管理收入分别为1.23亿元、1.24亿元和1.78亿元。

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。2015年12月28日，西南环保发展有限公司正式更名为建发国际投资集团有限公司（简称“建发国际”）。截至2015年底，建发国际总资产15.28亿元，净资产10.14亿元。2015年，建发国际营业收入1.60亿元，其中物业销售收入1.00亿元、物业租金收入0.52亿元，其余为物业管理服务收入及少量咨询服务收入。

整体看，公司收购西南环保发展有限公司（现名“建发国际投资集团有限公司”），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

2013~2015年，公司销售债权周转次数波动较大，存货周转次数和总资产周转次数波动上升，2015年上述指标分别为238.14次、0.26次和0.34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

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013~2015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，均出具了标准无保留意见的审计结论。公

司2016年三季度财务报表未经审计。

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，2015年新增14家，减少2家，新纳入及减少的合并子公司资产及净资产规模普遍相对较小，合并范围变化对公司影响不大，财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司（合并）资产总额464.78亿元，所有者权益合计118.27亿元（其中少数股东权益29.59亿元）；2015年公司营业收入143.06亿元，利润总额27.35亿元。

截至2016年9月底，公司（合并）资产总额626.28亿元，所有者权益合计116.43亿元（其中少数股东权益29.50亿元）；2016年1~9月公司实现营业收入49.47亿元，利润总额5.54亿元。

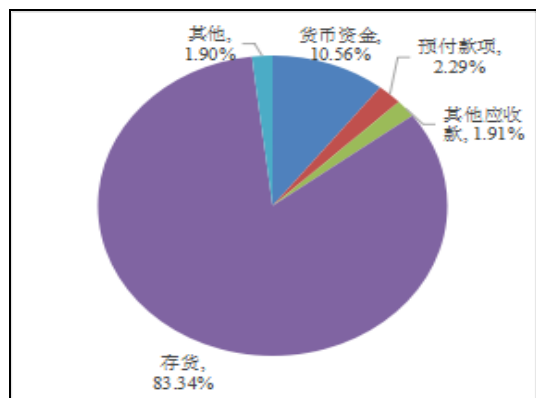
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额快速增长，年均复合增长19.43%。截至2015年底，公司资产规模达464.78亿元，较上年增长22.82%，主要系存货大幅增加所致。公司资产以流动资产（占86.43%）为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产年均复合增长14.05%，主要来自存货的增加。截至2015年底，公司流动资产总额401.73亿元，主要由存货（占83.34%）和货币资金（占10.56%）构成。

图3 2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金波动增长，年均复合增长6.64%。截至2015年底，公司货币资金42.41亿元，较年初增长296.61%，主要系公司房产销售规模大幅扩大后资金回流增加所致；公司货币资金以银行存款为主（占98.74%），其余为少量库存现金和其他货币资金。截至2015年底，公司使用受限货币资金0.55亿元，主要为银行按揭贷款保证金存款和保函保证金存款。

2013~2015年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降32.84%。截至2015年底，公司其他应收款7.69亿元，主要是应收上海市规划和国土资源管理局等单位的押金、保证金和厦门博坤贸易有限公司等单位的往来款；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18.50%，1~3年的占78.33%，3年以上的占3.17%；从集中度方面看，前5名欠款额合计占其他应收款的50.23%。公司其他应收款账龄较长、集中度较高，欠款方主要为业务相关政府部门或国有企事业单位，回收风险可控。

表6 2015年底公司其他应收款前五名单位

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	性质
上海市规划和国土资源管理局	1.82	23.66	押金保证金
厦门博坤贸易有限公司	0.53	6.89	往来款
湖里区财政局	0.74	9.56	押金保证金
汇丰置业（中国）有限公司	0.45	5.91	往来款
泉州市江龙建设投资有限公司	0.32	4.21	往来款
合计	3.86	50.23	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司存货快速增长，年均复合增长24.29%。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%。截至2015年底，公司存货账面价值为334.80亿元，同比增长10.24%。从存货构成上看，主要为开发成本（占82.57%）和开发产品（占17.43%）。由于原材料等价格下降，公司对开发成本计提坏账准备1.64亿元，计提比例为0.59%；由于公司房地产开发项目保值增值的能力较强，销售价

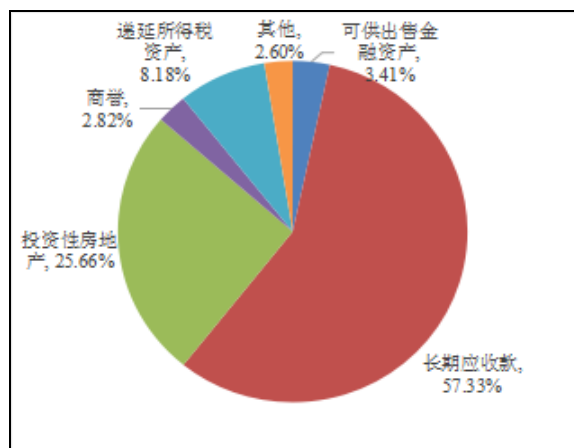
格高于成本，公司未对开发产品计提跌价准备。

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。截至 2015 年底，公司其他流动资产 7.18 亿元，相较 2014 年变化不大。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 92.63%。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 63.05 亿元，较上年大幅增长 52.63%，主要系长期应收款和投资性房地产大幅增加所致；公司非流动资产主要由长期应收款（占 57.33%）、投资性房地产（占 25.66%）和递延所得税资产（占 8.18%）构成。

图 4 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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。截至2015年底，公司可供出售金融资产2.15亿元，较上年增加7.50%，系公司下属子公司认购的次级资产支持证券及信托业保障基金。

2013~2015年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长58.63%。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。截至2015年底，公司长期应收款36.14亿元，较年初大幅增长46.09%，主要系随着公司控股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”项目进度的推进，支出成本增加所致。

公司投资性房地产以成本法计量。2013~2015年，公司投资性房地产分别为0.04亿元、9.18亿元和16.18亿元，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。2015年，公司投资性房地产账面价值16.18亿元，较上年底增加7.00亿元，主要来自存货转入。2015年底，公司投资性房地产中未办妥产权证书的账面价值9.65亿元，产权证书正在办理中。

截至2016年9月底，公司资产总额626.28亿元，较2015年底增长34.75%。其中流动资产占86.13%，非流动资产占13.87%，较2015年底变化不大。截至2016年9月底，公司货币资金61.82亿元，较2015年底增加19.41亿元，主要系融资收到的资金；其他应收款53.02亿元，较2015年底增加45.33亿元，主要系待合作项目公司支付的大量土地出让金；投资性房地产29.98亿元，较2015年底增加13.80亿元，主要系厦门湾悦城商业项目和南平悦城中心商业项目建设完成，结转为投资性房地产。

截至2016年9月底，公司受限资产账面价值合计154.78亿元，占期末资产总额的24.71%，主要系为银行借款设定的担保资产及相关保证金。总体来看，公司受限资产规模较大，资产的可变现能力相对较弱。

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。

3. 负债及所有者权益构成

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益年均复合增长 35.94%，截至 2015 年底，公司所有者权益 118.27 亿元，同比增长 42.64%，主要系未分配利润及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比 74.98%，少数所有者权益占 25.02%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 22.55%，资本公积占 0.94%，盈余公积占 6.25%，未分配利润占 70.26%。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 116.43 亿元（含少数股东权益 29.50 亿元），较 2015 年底下降 1.56%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 23.01%、盈余公积占 6.37%和未分配利润占 69.84%，较 2015 年底变化不大。

近年来，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，公司所有者权益中未分配利润占比大，稳定性较弱。

负债

2013~2015年，公司负债总额持续增长，三年分别为261.86亿元、295.52亿元和346.50亿元，截至2015年底，公司负债总额为346.50亿元，同比增长17.25%，主要来自流动负债中预收款项和其他应付款的增加。其中流动负债和非流动负债分别占67.62%和32.38%。

流动负债

2013~2015年，公司流动负债波动上升，年均复合增长11.17%。截至2015年底，公司流动负债为234.31亿元，较上年增长31.24%；公司流动负债以应付账款（占10.60%）、预收款项（占55.93%）、其他应付款（占19.19%）和一年内到期的非流动负债（占7.50%）为主。

2013~2015年，公司短期借款波动下降，年均复合下降86.74%，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。截至2015年底，公司短期借款大幅下降至0.04亿元。

2013~2015 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 57.68%；截至 2015 年底，公司应付账款为 24.83 亿元，较上年大幅增加 27.98%，主要为应付开发成本款（占 98.07%）。

2013~2015年，公司预收款项波动上升，三年分别为109.27亿元、84.55亿元和131.04亿元。公司预收款项主要为已收但尚未达到收入确认条件的房款，该款项待工程完工达到结算条件时结转为营业收入。截至2015年底，公司预收账款131.04亿元，其中预收购房款占95.03%、预收安置房补价款占4.63%。

2013~2015年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降2.78%，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。截至2015年底，公司其他应付款44.96亿元，较上年增长18.78%，主要系预提税金及费用的增长所致，其中预提税金及费用（占69.50%）、单位往来款（占21.85%）。

表 7 2015 年底公司其他应付款前五名单位

（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
成都大蓉和建设投资有限公司	2.96	6.57
厦门市住房建设办公室	1.59	3.53
厦门建发股份有限公司	1.21	2.68
厦门建发集团有限公司	1.08	2.40
龙岩城市发展集团有限公司	0.81	1.81
合计	7.64	17.00

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 17.56 亿元，主要由一年内到期的长期借款（占 44.21%）、应付债券（占 41.56%）和长期应付款（占 14.23%）构成；其中，一年以内到期的应付债券分别为 2009 年建发房地产集团有限公司债券（以下简称“09 建发债”）和 2013 年建发房地产集团有限公司债券（以下简称“13 建发房产债”），年末余额分别为 6.30 亿元和 0.99 亿元。

非流动负债

2013~2015年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长24.61%。截至2015年底，公司非流动负债合计112.20亿元，较上年下降4.09%；公司非流动负债以长期借款（占77.14%）、应付债券（占12.39%）和长期应付款（占8.47%）为主。

2013~2015年，公司长期借款波动增长，年均复合增长19.10%。截至2015年底，公司长期借款余额合计86.54亿元，较上年下降5.98%，主要由抵/质押借款（占54.95%）和保证借款（占54.02%）构成。从期限分布上看，2~3年内的占55.14%，3~4年占40.51%，4年以上占4.58%，集中偿付压力尚可。

2015年，公司“09建发债”到期，新发行2015年建发房地产集团有限公司债券（以下简称“15建发房产债”）10.00亿元，致使2015年公司应付债券余额13.90亿元，较上年增加23.63%。

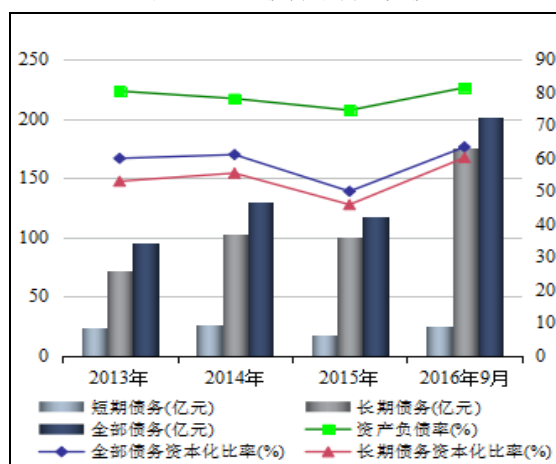
2014年公司新增长期应付款12.00亿元，为公司下属子公司发行的后埔—枋湖片区旧村改造收益权专项资产支持证券优先级12.00亿元，并纳入有息债务核算；2015年，其中2.50亿元转入一年内到期的长期应付款。截至2015年底，公司长期应付款9.50亿元。

截至2016年9月底，公司负债合计509.85亿元，较2015年底增长47.14%；截至2016年6月底，公司预收款项219.80亿元，较2015年底大幅增加88.76亿元，主要系预收购房款增加、竣工交付结转到收入的项目减少所致；公司长期借款121.80亿元，较2015年底增加35.26亿元，主要系公司2016年取得土地储备增多以及项目投资需要、融资规模增加所致；公司应付债券54.19亿元，较2015年底增加40.29亿元，主要是公司2016年发行的11.5亿元中期票据及30亿元私募债。截至2016年9月底，公司流动负债和非流动负债分别占63.26%和36.74%。

2013~2015年，公司全部债务年均复合增长

10.98%。截至2015年底，公司有息债务总额118.05亿元，同比下降9.31%；其中短期债务占14.91%，长期债务占85.09%。将2014年长期应付款中的“后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划”12亿元计入调整入长期债务和全部债务，将2015年和2016年三季度长期应付款中的后埔-枋湖区棚户区改造项目专项资产管理计划尚未到期的9.50亿元计入调整后的长期债务和全部债务，公司经调整后的全部债务年均复合增长15.36%。截至2015年底，经调整后的全部债务上升至127.55亿元。截至2015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74.55%、49.95%和45.93%，三年平均值分别为76.77%、55.29%和50.21%，经调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至51.89%和48.18%。截至2016年9月底，公司全部有息债务201.60亿元，较2015年底增长70.77%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为81.41%、63.39%和60.18%，公司整体债务负担快速增长。截至2016年9月底，公司经调整后的全部债务升至211.10亿元，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别升至64.45%和61.44%。

图5 公司债务结构及负债



资料来源：公司财务报表

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，

债务负担较重。

4. 盈利能力

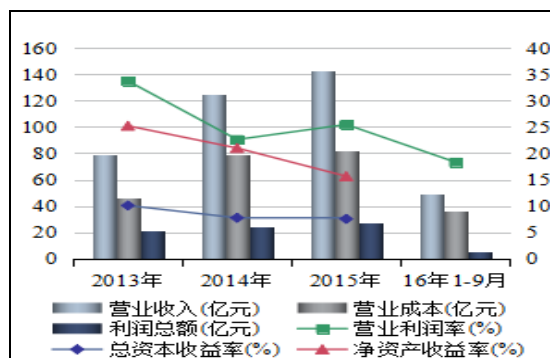
近年，公司不断加大外埠市场项目的开发和销售力度，福建、四川、湖南和上海等地前期开工项目竣工交房量上升，且销售价格较高，房产销售收入确认规模较大，另外2013年后浦坊老旧村改造中土地一级开发收入大幅增长，对收入和利润形成较大贡献；2013~2015年公司营业收入年均复合增长34.23%。2015年，公司实现营业收入143.06亿元，较上年增长14.69%，其中房地产销售收入139.88亿元（占营业收入的97.78%），同比增长13.76%；由于土地整理尚未完成未达到出让条件，该年度未形成土地开发收入。同期，公司营业成本随着房地产开发业务规模的增长有所上升，发生营业成本81.57亿元，同比增长3.12%，但低于当期营业收入增幅。

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，年均复合增长33.05%；2015年公司期间费用总额为7.74亿元，同比增加40.71%，占营业收入的5.41%。总体看，公司期间费用控制能力较强。

2015年，公司资产减值损失1.97亿元，主要由坏账损失（占比16.62%）和存货跌价损失（占比83.38%）构成；2015年公司投资收益为0.35亿元，同比增长156.41%，主要系同期理财产品利息收入较上年增长所致。同期，公司营业外收入0.36亿元，利润总额27.35亿元。公司投资收益与营业外收入对公司利润影响较小。

2013~2015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12.54%和12.58%，2015年分别为27.07亿元和27.35亿元。

图6 公司近年盈利情况



资料来源：公司财务报表

从盈利指标看，2013~2015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26.25%、8.12%和19.16%；2015年上述指标分别为25.46%、7.56%和15.64%，营业利润率较2014年有所增长，总资本收益率和净资产收益率均较2014年底有所下降。

2016年1~9月，公司实现营业收入49.47亿元，同比下降34.87%，主要是由于公司2016年新竣工项目集中在第四季度，而2015年9月份厦门海西首座项目竣工交付结转收入金额较大；公司实现利润总额5.54亿元，同比下降63.74%。营业利润率为18.32%，较2015年相比下降7.14个百分点。

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。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。

5. 现金流分析

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复合增长23.01%。2015年，公司

销售商品、提供劳务收到的现金190.16亿元，较2014年增加65.91亿元。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，年均复合增长18.12%，2015年，公司收到其他与经营活动有关的现金52.48亿元，较上年增加36.55%，系收到押金及保证金的增长所致。经营现金流出方面，近三年公司项目开发投资规模不断增加，购买商品、接受劳务支付的现金年均复合增长11.04%，2015年，公司对项目投建的资金流出加以控制，购买商品、接受劳务支付的现金流出114.12亿元，较2014年下降5.67%；支付其他与经营活动有关的现金年均复合增长30.76%，2015年支付其他与经营活动有关的现金61.76亿元，较上年下降15.33%。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为16.40亿元、-56.94亿元和37.97亿元。2015年公司经营活动产生的现金流量净额较2014年明显好转。

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，现金收入比由2014年的99.61%大幅增至2015年的132.93%，公司收入实现质量明显提升。

从投资活动来看，2013~2015年，公司投资活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长28.80%。公司投资活动产生现金流规模较小，2015年，公司投资活动现金流入0.88亿元，投资活动现金流出0.38亿元。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-2.84亿元、-5.19亿元和0.50亿元。

2013~2015年，公司筹资活动前现金流量净额分别为13.56亿元、-62.14亿元和38.47亿元。

从筹资活动情况来看，公司筹资活动现金流入以取得借款为主，2015年公司收到其他与筹资活动有关的现金系2015年发行的永续债15.00亿元；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。2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额-6.82亿元，较2014年35.41亿元大幅降低主要是

由于债务集中偿还所致。

2016年1~9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-43.94亿元、-2.93亿元和69.64亿元。2016年1~9月，公司房地产销售状况较好，预收房款较多，经营活动现金流有所改善。同时，公司现金收入比为284.01%，较2015年大幅提升151.08个百分点，收现质量好。

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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，受流动负债波动影响，近三年公司流动比率和速动比率有所波动，2015年底分别为171.45%和28.57%；截至2016年9月底，上述指标分别为167.23%和41.19%，速动比率较低。近三年公司经营现金流动负债比分别为8.65%、-31.90%和16.21%。公司流动负债中预收款项和其他应付款占比较大，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21.74亿元、24.59亿元和30.23亿元。2013~2015年，公司EBITDA利息倍数分别为7.16倍、2.40倍和3.55倍；全部债务/EBITDA分别为4.41倍、5.78倍和4.22倍。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至2016年9月底，公司在多家银行获得授信总额度为346.73亿元，已使用额度为181.31亿元，尚未使用额度为137.09亿元。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2016年9月底，公司及下属子公司承担上述阶段性担保金额为人民币148.34亿元，此外无其他对外担保事项。

7. 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G10350203000293806），截至2016年11月16日，建发地产无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中关注类贷款1笔，主要是由于银行信贷系统与人行系统数据传输中产生滞后等情况导致。建发地产信贷过往债务履约情况良好。

8. 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，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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度为5亿元，占2016年9月底公司长期债务的2.84%、全部债务的2.48%。本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响较小。

截至2016年9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81.41%、63.39%和60.18%。以2016年9月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发

行后，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81.64%、64.29%和61.24%，对公司债务压力有所加重。考虑到本期中票募集资金全部用于偿还项目借款，公司实际负债情况低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中票拟募集资金5亿元，到期一次还本。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流入量分别为163.28亿元、162.68亿元和242.64亿元，分别为本期中期票据发行额度的32.66倍、32.54倍和48.53倍；经营性净现金流分别为16.40亿元、-56.94亿元和37.97亿元，分别为本期中期票据发行额度的3.28倍、-11.39倍和7.59倍；公司EBITDA分别为21.74亿元、24.59亿元和30.23亿元，分别为本期中期票据的4.35倍、4.92倍和6.05倍。总体看，公司EBITDA对本期中期票据保障能力较强。

十、债权保护条款分析

本期中期票据由厦门建发股份有限公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）系经厦门市人民政府厦府[1998]综034号文批准，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。

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，公司于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。公

司首次发行总股本为 18500 万股，经送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 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，为公司最终控制人。

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，公司资产、权益及收入规模保持增长，期间费用控制能力较好。

截至 2015 年底，建发股份合并资产总额 994.33 亿元，所有者权益合计 266.70 亿元（其中少数股东权益 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 9 月底，建发股份合并资产总额 1354.89 亿元，所有者权益合计 276.13 亿元（其中少数股东权益 75.98 亿元）。2016 年 1~9 月，建发股份实现营业收入 872.46 亿元，利润总额 20.69 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。

2013 年~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本金的 10.00 倍、10.43 倍和 11.24 倍；2013~2015 年，建发股份经营活动产生的现金流入量分别为 1206.21 亿元、1310.17 亿元和 1397.12 亿元，分别为本期中期票据本金的 241.24 倍、262.03 倍和 279.42 倍；近三年，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，分别为本期中期票据本金的 -3.84 倍、-0.94 倍和 11.55 倍。整体看，建发

股份 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。

总体看，建发股份为本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提高了本期中期票据本息偿付的安全性。

十一、结论

房地产行业是国民经济的基础性传统行业之一，在国民经济中具有重要地位，但受国家宏观政策和经济周期影响较大。公司作为厦门市国有独资的大型房地产开发商，开发资质齐备，土地储备充足，从业经验丰富，控股股东支持较大，具备区域性品牌优势和一定的综合实力。

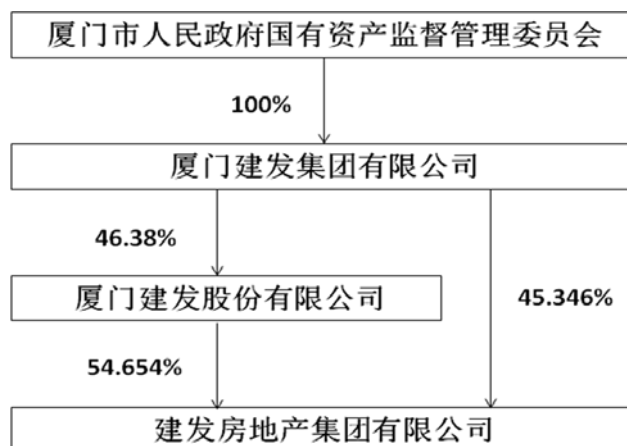
目前，公司资产以流动资产为主，其中存货占比高，资产流动性较弱；负债水平较高，有息债务增长较快，债务负担偏重，所有者权益稳定性较弱；近年来公司扩大房地产销售规模，营业收入持续增长，公司整体盈利能力较强；经营活动产生的现金流量波动较大，存在较大的对外融资压力。2014 年底，公司收购香港上市公司西南环保发展有限公司（1908.HK）75% 股权，公司直接融资渠道畅通。

公司拟发行 5 亿元中期票据，对现有债务规模影响较小，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

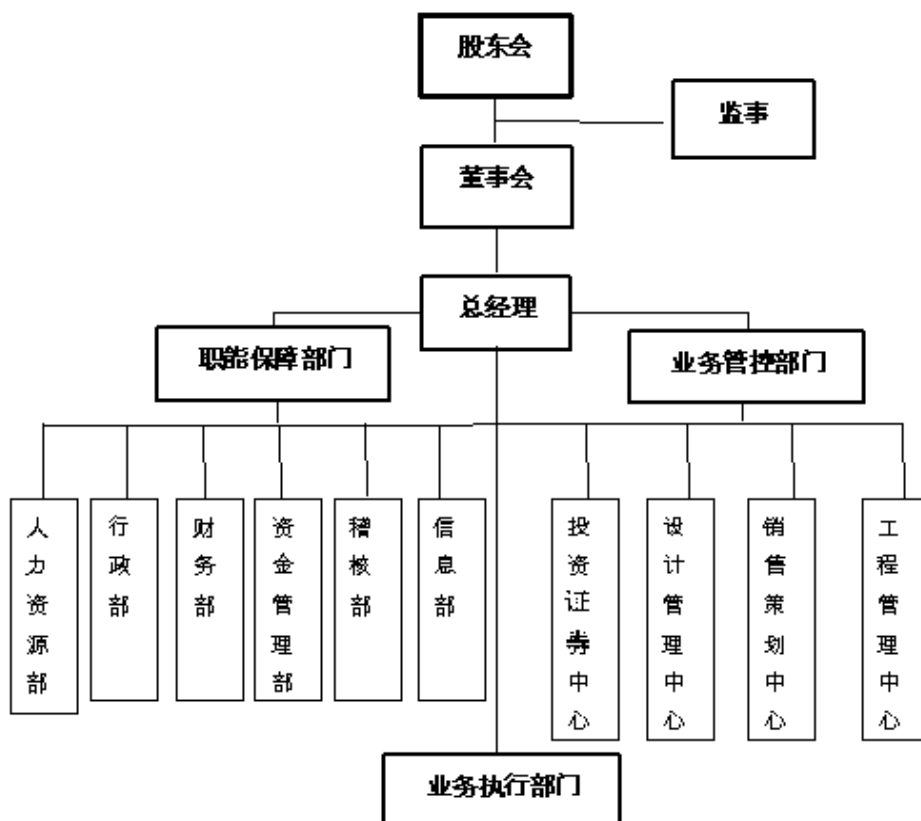
本期中期票据由厦门建发股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，建发股份担保实力很强，其担保显著提升了本期中期票据偿付的安全性。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.30	10.69	42.41	61.82
资产总额(亿元)	325.86	378.44	464.78	626.28
所有者权益(亿元)	64.00	82.92	118.27	116.43
短期债务(亿元)	23.62	26.87	17.60	25.61
长期债务(亿元)	72.23	103.30	100.45	175.99
全部债务(亿元)	95.85	130.17	118.05	201.60
调整后全部债务 (亿元)	95.85	142.17	127.55	211.10
营业收入(亿元)	79.39	124.74	143.06	49.47
利润总额(亿元)	21.58	24.21	27.35	5.54
EBITDA(亿元)	21.74	24.59	30.23	--
经营性净现金流(亿元)	16.40	-56.94	37.97	-43.94
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.93	9.35	238.14	--
存货周转次数(次)	0.24	0.30	0.26	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.35	0.34	--
现金收入比(%)	158.28	99.61	132.93	284.01
营业利润率(%)	33.70	22.60	25.46	18.32
总资本收益率(%)	10.10	7.76	7.56	--
净资产收益率(%)	25.20	20.99	15.64	--
长期债务资本化比率(%)	53.02	55.47	45.93	60.18
调整后长期债务资本化比率 (%)	53.02	58.17	48.18	61.44
全部债务资本化比率(%)	59.96	61.09	49.95	63.39
调整后全部债务资本化比率 (%)	59.96	63.16	51.89	64.45
资产负债率(%)	80.36	78.09	74.55	81.41
流动比率(%)	162.91	188.83	171.45	167.23
速动比率(%)	48.60	18.72	28.57	41.19
经营现金流动负债比(%)	8.65	-31.90	16.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.16	2.40	3.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.41	5.29	3.90	--

注：1.2014 年将长期应付款中的“后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划”12 亿元计入调整后的长期债务和全部债务；

2.2015 年和 2016 年三季度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尚未到期的 9.50 亿元计入调整后的长期债务和全部债务。

3. 2016 年三季度财务报表未经审计。

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	
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 建发房地产集团有限公司 2017 年度第一期中期票据信用的跟踪评级安排

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。

建发房地产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（含公司及担保方的相关资料）。建发房地产集团有限公司或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，建发房地产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建发房地产集团有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现建发房地产集团有限公司和担保方出现重大变化，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。

如建发房地产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建发房地产集团有限公司、主管部门、交易机构等。

