

信用等级公告

联合[2017] 2434 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 年度第二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 年度第二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
二零一七年十月十一日



建发房地产集团有限公司

2017 年度第二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: 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 按年付息, 在第 5 个和其后每个付息日, 附第 5 年末及其后各年末提前赎回权

发行目的: 偿还到期超短期融资券及信托贷款

评级时间: 2017 年 10 月 11 日

财务数据

项 目	2014	2015	2016	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.69	42.41	30.82	35.10
资产总额(亿元)	378.44	464.78	582.05	601.96
所有者权益(亿元)	82.92	118.27	150.03	150.18
短期债务(亿元)	26.87	17.60	34.95	39.42
长期债务(亿元)	103.30	100.45	159.46	177.02
全部债务(亿元)	130.17	118.05	194.41	216.44
调整后全部债务(亿元)	142.17	127.55	201.91	223.94
营业收入(亿元)	124.74	143.06	204.14	11.50
利润总额(亿元)	24.21	27.35	27.83	1.32
EBITDA(亿元)	24.59	28.38	30.13	--
经营性净现金流(亿元)	-56.94	37.97	-15.26	-50.09
营业利润率(%)	22.60	25.46	15.32	18.90
净资产收益率(%)	20.99	15.64	13.77	--
资产负债率(%)	78.09	74.55	74.22	75.05
全部债务资本化比率(%)	61.09	49.95	56.44	59.04
流动比率(%)	188.83	171.45	180.36	183.67
经营现金流动负债比(%)	-31.90	16.21	-5.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.29	3.99	6.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.26	3.36	3.59	--

注: 1、2017 年一季度财务报表未经审计; 2、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”计入调整后的长期债务和全部债务。

分析师

刘艳婷 王 爽 柳丝丝

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, 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。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

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。经联合资信评定, 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付息或赎回本金的风险极低, 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, 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. 公司现金流入量及 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. 公司债务负担较重，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. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，与普通中期票据有所差别。

声 明

一、本报告引用的资料主要由建发房地产有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

建发房地产集团有限公司

2017 年度第二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2017年3月底，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（以下简称“厦门国资委”）。

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、原辅材料的进出口业务。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2017年3月底，公司设有职能保障、业务执行和业务管控三类合计20个部门，纳入合并范围的二级子公司共计237家。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 582.05 亿元，所有者权益合计 150.03 亿元（其中少数股东权益 46.88 亿元）；2016 年公司实现

营业收入 204.14 亿元，利润总额 27.83 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 601.96 亿元，所有者权益合计 150.18 亿元（其中少数股东权益 46.57 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 11.50 亿元，利润总额 1.32 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2016年注册永续中期票据额度10亿元，公司本次拟发行2017年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度10亿元。

公司计划将募集资金用于偿还到期超短期融资券及信托贷款。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。如在赎回权条款规定的时间，公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由银行间市场清算所股份有限公司代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，在前 5 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 5 个计息年度内保持不变。自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，如果公司不行使赎回权，从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300

个基点,在第6个计息年度至第10个计息年度内保持不变,此后每5年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定,如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在清偿顺序方面,本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面,本期中期票据每个付息日,除发生强制付息事件,公司可自行选择将当期利息及按照相关条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受任何递延支付利息次数的限制;利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前12个月,如果公司(含合并范围子公司)向普通股股东分红或减少注册资本,公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。同时公司(含合并范围子公司)存在递延支付利息情形下,直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕,不得从事向普通股股东分红或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息,或公司违反利息递延下的限制事项,本期中期票据的主承销商将召集持有人会议,由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款,可得出以下结论:

(1)本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析,本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2)本期中期票据如不赎回,从第6个计息年度开始每5年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点(按照目前市场定价,300个基点高于AA⁺企业与AA⁻企业发行5年期债券利率的利差)。从票面利率角度分析,本期中期票据公司在赎回日具有赎回权,

重置票面利率调整幅度较大,公司选择赎回的可能性大。

(3)本期中期票据在除发生向普通股股东分红或减少注册资本事件时,可递延利息支付且递延利息次数不受限制。2013年至今,公司有过两次分红记录,分别为2013年1月向股东分红20亿元,2016年3月向股东分红5亿元,从利息支付角度分析,公司未来逐年持续向股东分红的可能性较小,减少注册资本的可能性较小,递延支付利息存在一定可能性。

总体看,本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

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年度第二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

2016年,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,中国实施积极的财政政策,实际财政赤字率3.8%,为2003年以来的最高值;稳健的货币政策更趋灵活适度,央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点,并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,市场资金面保持适度宽松,人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年,中国GDP实际增速为6.7%,经济增速稳中趋缓。具体来看,三大产业保持稳定增长,农业生产形势基本稳定,工业生产企稳向好,服务业保持快速增长,支柱地位进一步巩固,三大产业结构继续改善;固定资产投资增速略有放缓,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指数(CPI)实现2.0%的温和上涨,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)持续回升,均实现转负为正;制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上,显示制造业持续回暖;非制造业商务活动指数全年均在52%以上,非制造业保持较快扩张态势;就业形势总体稳定。

2017年上半年,中国继续推进供给侧结构性改革,积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担,同时进一步加大财政支出力度,助力经济稳中向好。2017年1-6月,全国一般公共预算收入和支出分别为9.43万亿元和10.35万亿元,支出同比增幅(15.8%)继续高于收入同比增幅(9.8%);财政赤字9177亿元,为历年来同期最高水平,财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”,在美元加息、经济去杠杆等背景下,央行综合运用多种货币政策工具,维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下,2017年1-6月,中国GDP同比实际增长6.9%;西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好,东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转;CPI温和上涨,PPI和PPIRM涨幅有所放缓;就业水平相对稳定。

2017年1-6月,三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快,结构继续优化,企业利润快速增长;服务业仍是推动经济增长的主要力量,但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响,房地产业(6.9%)和金融业(3.8%)实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓,但民间投资增速明显加快。2017年1-6月,全国固定资产投资28.1万亿元,同比增长8.6%(实际增长3.8%),增速略有放缓。受益于2016年以来政府吸引民间投资的若干政策措施,民间投资增速(7.2%)明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现,房地产开发投资增速(8.5%)自5月以来略有放缓;基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域PPP模式发展等因素,基础设施建设投资增速(16.9%)仍保持在较高

增长水平,但增速趋缓;受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强,制造业投资增速(5.5%)呈现回升态势。

居民消费稳步增长,网络消费保持较高增速。2017年1-6月,全国社会消费品零售总额17.2万亿元,同比增长10.4%,保持平稳较快增长。具体来看,家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平,但受房地产市场调控影响,增速较上年同期明显放缓;体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速;汽车销售增速明显回落。此外,2017年1-6月,网络消费同比增长33.4%,继续保持高速增长态势。

进出口快速增长,外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下,进出口快速增长。2017年1-6月,中国进出口总值13.1万亿元,同比增加19.6%,连续6个月实现同比正增长,实现贸易顺差1.3万亿元,外贸形势明显改善。出口方面,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,同时高新技术产品出口额仍保持10%以上的较快增速;进口方面,铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017年下半年,全球经济有望维持复苏态势,但货币政策的分化使中国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下,中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,推进供给侧结构性改革,促进经济转型升级。具体来看,投资或呈缓中趋稳态势,其中,房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓,基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓,高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长,随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善,居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放,但房地

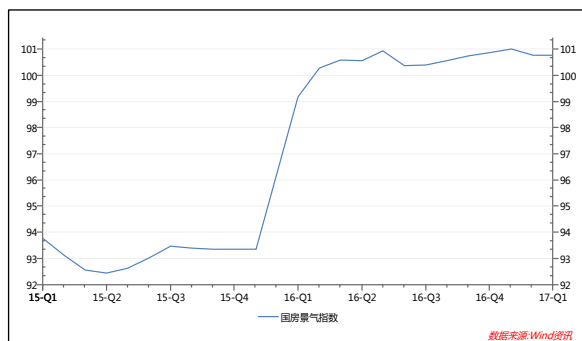
产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7% 左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业分析

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1 2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016 年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长 6.90%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

房地产销售方面，2016 年销售增速呈现先升后降的态势。2016 年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016

年 10 月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016 年全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.41%，共实现销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.80%。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，2016 年百城住宅价格累计上涨 18.71%，较 2015 年全年扩大 14.56 个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12 月百城均价环比涨幅分别收窄 1.18 个、0.13 个和 0.21 个百分点。

分类来看，与 2015 年全年相比，2016 年一线城市商品房销售面积与 2015 年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市 1~11 月房价累计涨幅达 22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市 1~11 月房价累计涨幅 13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市 2016 年 1~11 月房价累计增长 10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016 年全国 300 个城市共推出各类用地 18.2 亿平方米，同比下降 11.0%，降幅较 2015 年收窄 7.8 个百分点，整体仍处于较低水平。2016 年全国 300 个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交 15.0 亿平方米，同比下降 5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金 2.9 万亿元，同比增长 30.3%。2016 年全国 300 个城市 2016 年各类用地成交楼面均价为 1904 元/平方米，同比上涨 38.7%，平均溢价率为 43.13%，较 2015 年提高 26.91 个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市 2017 年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市

去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016 年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09%和 16.92%，其中房地产贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）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 3.60 万亿元，较上年增加 0.84 万亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。2016 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.68 万亿元，同比增长 27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款 5.67 万亿元，较上年增加 2.07 万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，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）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用

地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016 年 12 月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017 年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017 年 3 月以来，已经有 18

个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分 16 年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

行业竞争

2016 年，销售额超过百亿元的房企达到 131 家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016 年百强房企的市场占有率为 40.8%，销售额增速为 52.5%，行业集中度加速提升，而其中 top30 的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016 年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016 年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016 年 9 月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。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。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。

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 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，厦门全年地区生产总值（GDP）3784.25 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 23.45 亿元，下降 5.5%；第二产业增加值 1558.62 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 2202.18 亿元，增长 9.8%。三次产业结构为 0.6：41.2：58.2。按常住人口计算的人均地区生产总值 97282 元，增长 6.3%，折合 14646 美元。

2016 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值 1264.79 亿元，增长 5.4%，占全市地区生产总值的 33.4%。截至 2016 年底，全市规模以上工业企业 1699 家，实现工业总产值 5254.71 亿元，其中产值超亿元的企业 587 家，实现产值 4761.78 亿元，占全市规模以上工业总产值的 90.6%。规模以上工业中，重工业完成增加值 825.89 亿元，比上年增长 12%；轻工业完成增加值 438.89 亿元，下降 5.5%，重工业与轻工业之比为 1.88:1。

2016 年，厦门市基础设施投资 792.35 亿元，增长 34.2%，其中交通运输业投资 500.08 亿元，增长 59.8%。工业投资 397.72 亿元，增长 12.2%，其中制造业投资 354.42 亿元，增长 18.2%。社会事业投资 83.80 亿元，下降 15.5%。

2016 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）2159.81 亿元，增长 14.4%。分产业看，第一产业投资增长 16.4%，第二产业投资增长 12.2%，第三产业投资增长 14.9%，三次产业投资比例为 0.1:18.6:81.3。

3. 厦门市房地产市场概况

2016 年，厦门市房地产开发投资 765.80 亿元，同比下降 1.1%，占固定资产投资（不含农户）的 35.5%。其中土地购置费 268.02 亿元，

同比下降 9.8%，占房地产投资的 35.0%；全市商品房施工面积 4312.20 万平方米，同比下降 0.5%；房地产新开工面积 548.46 万平方米，同比下降 7.4%。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。从销售面积来看，2016 年全市商品住宅销售面积为 249.67 万平方米，同比下降 29.20%。

从土地供应来看，2016 年，厦门市土地市场整体呈量跌价升趋势，共计推出各类用地 66 宗，共计 258.3 万平方米，同比减少 13.35%。其中，推出住宅用地 16 宗，共计 80.7 万平方米，同比减少 18.41%；商办用地 20 宗，共计 51.6 万平方米，同比减少 55.69%。从土地成交来看，2016 年，厦门市共成交各类用地 56 宗，共计 203.7 万平方米，同比减少 36.89%，其中，成交住宅用地 16 宗，共计 80.7 万平方米，同比减少 15.64%；商办用地 18 宗，共计 43.7 万平方米，同比减少 43.55%。从土地价格来看，2016 年厦门市各类用地楼面均价为 13176 元/平方米，同比上升 289.57%，其中，住宅用地楼面均价为 28761 元/平方米，同比上升 324.22%；商办用地楼面均价为 1508 元/平方米，同比下降 59.80%。

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。2016 年，厦门市商品房均价同比增长 30.30%，均价 29994 元/平方米。

总体看，建发地产和担保方所在厦门区域房地产市场近年来发展情况良好，带动了土地价格上涨、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2017年3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54.654%和45.346%，实际控制人为厦门国资委。（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。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，经营历史较长，综合竞争力较强。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员 8 人，其中董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 5 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 2017 年 3 月底，公司共有员工 1259

人，从年龄划分，30 岁以下的占比 26.13%、30~50 岁的占比 71.25%、50 岁以上的占比 2.62%，以中青年员工为主；从学历划分，大专以上的占比 90.07%，高中、中专占 8.18%、中专以下的占比 1.75%。

整体看，公司高层管理人员从业经验丰富，员工文化素质较高，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，部门设置合理，职责分工明确，内控制度较为健全，管理较规范。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营住宅、商业地产、保障性住房的开发、销售业务以及土地一级开发业务。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。2014~2016 年，公司主营业务收入快速增长，年均复合增长 27.33%。2016 年公司业务发展较快，实现主营业务收入 199.36 亿元，同比增长 42.53%。住宅销售收入为公司主营业务的主要构成部分，近三年该板块收入分别为 121.41 亿元、111.46 亿元和 184.57 亿元，其中 2016 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，截至到2016年底，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。2017年1~3月，公司实现主营业务收入10.13亿元，其中住宅销售板块确认收入9.18亿元，占主营业务收入90.63%，仍为主营业务收入主要构成部分；2017年1~3月，公司主营业务收

入仅为2016年全年的5.08%，主要由于受项目建设进度影响，一季度确认收入较少。

从盈利水平来看，2014~2016年，公司主营业务毛利率波动较大，三年分别为36.42%、43.22%和23.23%。2014~2016年公司商品住宅销售业务毛利率波动变化较大，三年分别为36.34%、41.55%和21.77%，2016年毛利率水平显著下降主要系竣工交付的项目部分为盈利水平较低的项目。2017年1~3月，公司主营业务毛利率为23.49%，商品住宅销售板块毛利率为24.19%，较2016年全年增加2.42个百分点。

表1 2014~2017年3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2014年			2015年			2016年			2017年1~3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
住宅	121.41	98.74	36.34	111.46	79.69	41.55	184.57	92.58	21.77	9.18	90.63	24.19
商业	0.57	0.46	60.37	27.53	19.68	50.12	13.68	6.86	42.35	0.95	9.37	16.76
保障房	0.98	0.80	30.78	0.88	0.63	38.64	1.11	0.56	30.53	--	--	--
土地一级开发	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	122.96	100.00	36.42	139.87	100.00	43.22	199.36	100.00	23.23	10.13	100.00	23.49

资料来源：公司提供

2. 房地产板块

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	2014年	2015年	2016年	17年1~3月
开发完成投资	160.48	154.29	274.45	73.36
房屋新开工面积	166.82	156.74	89.10	41.33
房屋施工面积	409.77	404.92	420.14	461.47
房屋竣工（交房）面积	101.07	194.06	153.22	--
房屋签约销售面积	59.94	117.16	116.11	20.93
土地储备情况	166.81	179.61	329.49	325.43
销售均价	1.65	1.58	1.52	1.31
实际销售额	98.62	184.93	176.44	27.51

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，2014~2016年公司房产开发业务经营规模持续扩大，2016年公司房产开发投资为274.45亿元，较2015年大幅增长77.88%。同期公司房屋新开工面积有所下降，2016年为89.10万平方米，较2015年下降43.15%；近三年房屋签约销售面积波动增长，2016年房屋签约销售面积为116.11万平方米，相比2015年变化不大。2017年1~3月，公司房屋签约销售面积20.93万平方米，为2016年全年的18.03%。

销售价格方面，2014~2016年，公司商品房销售均价持续增长，2016年均价为1.52万元/平方米，2017年一季度为1.31万元/平方米，公司房地产项目基本分布在重点一二线城市，售价较高。

表3 2014~2017年3月公司房地产销售收入与区域分布(单位:亿元、%)

地区名称	2014年		2015年		2016年		2017年1~3月	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
福建	74.08	60.24	109.14	78.03	153.43	76.96	5.36	52.92
湖南	13.56	11.02	2.28	1.63	0.10	0.05	0.01	0.11
上海	23.85	19.40	23.28	16.64	18.79	9.43	0.04	0.41
四川	9.43	7.67	4.34	3.10	21.78	10.93	4.50	44.45
广西	2.05	1.66	0.84	0.60	0.09	0.05	0.01	0.08
江苏	--	--	--	--	5.16	2.59	0.21	2.03
合计	122.96	100.00	139.88	100.00	199.36	100.00	10.13	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。2014~2016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,各区域营业收入占比见表3。

截至2017年3月底,公司在建房地产开发

项目25个,其中总可售面积313.67万平方米,投资总额366.30亿元,截至2017年3月底已完成投资266.45亿元,尚需投资99.85亿元。公司在建项目分布在漳州、上海、成都、泉州、南平、苏州、长沙等地区。国家宏观政策的调整,对房地产业务影响大。

表4 截至2017年3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	性质	可售面积	总投资	截至2017年3月底已投资	未来三年计划投资	项目进度	项目批准情况
碧湖*壹号	漳州	住宅	15.56	152940.80	116092.42	36848.38	75.91	A+B+C+D+E
漳州碧湖双玺	漳州	住宅、商业	18.60	155322.00	86824.25	68497.75	55.90	A+B+C+D+E
半山御园二期	漳州	住宅	9.81	48890.20	18533.90	30356.30	37.91	A+B+C+D+E
连江中央天成	福州	住宅	17.46	123124.00	55469.61	67654.39	45.05	A+B+C+D
新江湾22号	上海	商业	6.19	61203.00	41316.40	19886.60	67.51	A+B+C+D
建发·鹭洲国际	成都	住宅、商业	26.20	345926.42	328348.12	17578.30	94.92	A+B+C+D+E
建发·锦城鹭洲	成都	住宅、商业	16.80	184352.51	175365.25	8987.26	95.12	A+B+C+D+E
浅水湾二期A	成都	住宅	3.50	104426.00	80007.17	24418.83	76.62	A+B+C+D
建发悦城二区	南平	住宅、商业	25.35	111367.00	83518.46	27848.54	74.99	A+B+C+D+E
建瓯悦城一期	南平	住宅、商业	5.78	51596.00	10685.84	40910.16	20.71	A+B+C+D+E
永郡二期	三明	住宅、商业	8.86	49292.70	29736.16	19556.54	60.33	A+B+C+D+E
燕郡一四期	三明	住宅、商业	11.46	75130.87	60117.45	15013.42	80.02	A+B+C+D+E
燕郡二期(安置房)	三明	住宅、商业	1.70	15599.38	7529.97	8069.41	48.27	A+B+C+D
建发·龙郡三期	龙岩	住宅、商业	10.86	59261.00	37545.97	21715.03	63.36	A+B+C+D+E
苏州独墅湾一期	苏州	住宅、商业	15.13	219960.00	182617.82	37342.18	83.02	A+B+C+D+E
苏州中泱天成	苏州	住宅、商业	16.24	121674.98	96591.27	25083.71	79.38	A+B+C+D+E
珑璟湾二期	泉州	住宅、商业	5.47	46694.19	42101.37	4592.82	90.16	A+B+C+D+E
泉州珑玥湾一期	泉州	住宅、商业	8.17	51910.06	26972.14	24937.92	51.96	A+B+C+D+E
泉州中泱天成	泉州	住宅、商业	6.29	46692.75	19004.78	27687.97	40.70	A+B+C+D
建发美地一期	长沙	住宅	17.93	126769.40	91468.07	35301.33	72.15	A+B+C+D+E

长沙中央悦府	长沙	住宅、商业	11.89	68698.60	39905.13	28793.47	58.09	A+B+C+D+E
苏州独墅湾二期	苏州	住宅、商业	15.14	203019.73	131155.86	161595.45	64.60	A+B+C+D
苏州 2016-WG-36 号	苏州	住宅、商业	22.37	436296.00	348439.19	87856.81	79.86	A+B+C+D
合肥 S1511	合肥	住宅、商业	8.79	181021.00	136957.76	44063.24	75.66	A+B+C+D
凤起潮鸣项目	杭州	住宅	8.12	621834.46	418244.21	203590.25	67.26	A+B+C+D
合计	--	--	313.67	3663003.06	2664548.58	1088186.06	--	--

资料来源：公司提供

注：项目批准情况五证明细：A、《国有土地使用证》；B、《建筑用地规划许可证》；C、《建设工程规划许可证》；D、《建设工程施工许可证》

截至 2017 年 3 月底，公司拟建房地产开发项目共计 23 个，预计总投资金额 511.89 亿元，目前已落实资金 275.75 亿元，未来三年计划投资 244.10 亿元。

表5 截至 2017年3月底公司主要拟建商品房项目情况（单位：万元）

项目名称	项目类型	项目建设期	总投资金额	未来三年投资计划	项目批准情况	目前已投资金额或资金落实情况
独墅湖三期	住宅、商业	2017-2019 年	209399.79	161595.45	无	127352.14
建发美地二期	住宅、商业	2017-2019 年	70151.14	44117.27	A+B	26033.87
珑璟湾 3 期	住宅、商业	2017-2018 年	64000.00	51612.85	A	12387.15
珑玥湾二期	住宅、商业	2017-2019 年	167300.00	137237.64	A+B+C+D	30062.36
浅水湾三期	住宅	2017-2018 年	108114.27	76514.87	A+B	31599.40
燕郡二三期	住宅、商业	2017-2019 年	89669.13	59816.24	A+B	29852.89
长泰发现之旅	住宅、商业	2017-2019 年	149059.00	132859.00	A	16200.00
北纬 25 度	住宅、商业	2017-2019 年	112155.00	37129.18	A+B+C+D	75025.82
龙湖山庄	住宅	2017-2018 年	107075.00	39747.00	A+B	67328.00
合肥 S1510	住宅、商业	2017-2018 年	201461.00	42261.00	B	159200.00
上海嘉定 E27-1 地块	住宅、商业	2017-2019 年	614794.00	194994.00	A+B	419800.00
宝山区 N12-1101 单元 06-01 地块	住宅、商业	2017-2019 年	901231.00	222231.00	A+B	679000.00
SN-D-(02-03)	商服住宅	2017-2020 年	45453.49	39853.49	A+B	5600.00
东肖 3 号地块	住宅 商服 科教用地（幼儿园）	2017-2019 年	157596.00	106396.00	B	51200.00
荣佳小区地块	住宅	2017-2019 年	88138.00	54738.00	无	33400.00
立洲弹簧厂 2016-23 号	住宅用地	2017-2020 年	45416.00	11916.00	B	33500.00
梅溪湖 B-39 地块	住宅用地	2017-2021 年	445782.00	155795.00	无	289987.00
张地 2013-A28-ABC	住宅、配套商业	2017-2019 年	486812.00	254038.00	无	232774.00
NO.2016G46	Rb 商住混合用地	2017-2019 年	270438.00	67438.00	无	203000.00
留下地块	住宅	2017-2020 年	203610.22	140060.22	无	63550.00
塘北地块	住宅	2017-2020 年	430532.27	275532.27	无	155000.00

建瓯 SN-D-(04-05)	住宅、商业	2020-2022 年	79094.00	68494.00	无	10600.00
建阳 JY2017001	住宅、商业	2017-2018 年	71635.00	6,635.00	无	5000.00
合计	--	--	5118916.31	2441011.48	--	2757452.63

资料来源：公司提供

注：项目批准情况五证明细：A、《国有土地使用证》；B、《建筑用地规划许可证》；C、《建设工程规划许可证》；D、《建设工程施工许可证》；

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 2017 年 3 月底，公司拥有土地储备 325.43 万平方米，均为未开工的房地产项目土地，账面价值 294.41 亿元。整体看，由于公司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 6 截至 2017 年 3 月底公司主要土地储备明细（单位：万平方米、亿元）

项目	地理位置	土地面积	取得时间	取得方式	土地出让金	已付金额	性质
建发美地二期	长沙	11.96	2007 年 8 月	招拍挂	2.60	2.60	住宅、商业
珑璟湾 3 期	泉州	9.73	2013 年 1 月	收购	1.24	1.24	住宅、商业
2015-9 号地块(珑璟湾二期)	泉州	17.92	2015 年 10 月	招拍挂	3.01	3.01	住宅、商业
浅水湾三期	成都	27.28	2007 年 7 月	招拍挂	2.35	2.35	住宅
燕郡二三期	三明	16.14	2013 年 9 月	招拍挂	2.99	2.99	住宅、商业
独墅湖三期	苏州	8.22	2015 年 9 月	招拍挂	9.09	9.09	住宅、商业
长泰发现之旅	漳州	35.84	2016 年 1 月	收购	1.79	1.25	住宅、商业
北纬 25 度	福州	3.95	2016 年 1 月	收购	6.70	6.70	住宅、商业
龙湖山庄	深圳	2.61	2016 年 5 月	收购	6.63	5.34	住宅
合肥 S1510	合肥	8.49	2016 年 5 月	招拍挂	15.92	7.96	住宅、商业
上海嘉定 E27-1 地块	上海	13.86	2016 年 6 月	招拍挂	41.98	41.98	住宅、商业
宝山区 N12-1101 单元 06-01 地块	上海	12.64	2016 年 8 月	招拍挂	67.90	67.90	住宅、商业
SN-D-(02-03)	南平	9.24	2017 年 3 月	收购	0.56	0.56	商服住宅
东肖 3 号地块	龙岩	20.14	2016 年 10 月	招拍挂	5.12	5.12	住宅 商服 科教用地(幼儿园)
荣佳小区地块	龙岩	11.72	2016 年 10 月	招拍挂	3.34	3.34	住宅
立洲弹簧厂 2016-23 号	福州	1.49	2016 年 11 月	招拍挂	3.35	3.35	住宅用地
梅溪湖 B-39 地块	长沙	31.38	2016 年 11 月	招拍挂	29.00	29.00	住宅用地
张地 2013-A28-ABC	苏州	38.27	2016 年 12 月	招拍挂	23.28	11.64	住宅、配套商业
NO.2016G46	南京	7.47	2017 年 1 月	收购	20.30	20.30	Rb 商住混合用地
留下地块	杭州	4.66	2017 年 1 月	招拍挂	12.71	6.36	住宅

塘北地块	杭州	7.60	2017 年 1 月	招拍挂	31.00	15.50	住宅(设配套公建)
建瓯 SN-D-(04-05)	南平	14.32	2017 年 1 月	收购	1.06	1.06	商品住房、批发零售、餐饮住宿
建阳 JY2017001	南平	10.48	2017 年 3 月	招拍挂	2.50	0.50	商服、住宅用地
合计	--	325.43	--	--	294.41	249.12	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司拟建项目共 23 个，包括独墅湖三期、建发美地二期、龙湖山庄等项目，预计总投资共计 511.89 亿元，截至 2017 年 3 月底已落实资金 275.75 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 2017 年 3 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进行销售实现回款。翔城国际限价商

品房项目总投资为9.60亿元，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2017年3月底，翔城国际已完成投资9.66亿元，已完成全项目工程结算工作。

截至2017年3月底，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，但收入实现情况受土地出让进度影响较大；较多的土地储备为其可持续经营提供了有力的保障。

4. 商业运营及物业租赁管理

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。2014~2016年，公司商业运营及物业租赁管理收入分别为1.24亿元、2.91亿元和3.86亿元。

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。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2016年底，建发国际总资产31.11亿元，净资产12.66亿元。2016年，建发国际营业总收入1.18亿元，其中物业销售收入0.12亿元、商业资产管理收入0.89亿元，其余为少量智能化建设服务及代建服务收入。

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

2014~2016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，2016年上述指标分别为534.06次、0.48次和0.39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。

在住宅开发方面，公司将在现有业务的基础上，积极开发绿色节能住宅项目，贯彻住建部“大力推动绿色建筑发展，实现绿色建筑普及化”的规划，实现企业发展与社会发展的和谐统一。

在城市综合体开发方面，公司将通过根据项目所在地政府规划，以延续钻石品质为开发理念，不追求项目数量与规模，因地制宜地开发适合每座城市的城市综合体。

在商业运营方面，公司将在经营好现有项目的基础上，重点打造专业的商业运营管理团队，以开发中高端精品项目为目标，积极拓展相关商业运营资源，最终具备自主设计、自主招商和自主运营的综合竞争力。

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

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2014~2016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。公司提供的2017年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2014年公司新纳入合并范围子公司11家，2015年新增14家，减少2家；2016年，公司通过新设成立纳入合并范围的子公司或孙公司较多，考虑到新纳入合并范围的子公司或孙公司资产及净资产规模普遍相对较小，总体来看，合并范围变化对公司影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司（合并）资产总额582.05亿元，所有者权益合计150.03亿元（其中少数股东权益46.88亿元）；2016年公司实现营业收入204.14亿元，利润总额27.83亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额601.96亿元，所有者权益合计150.18亿元（其中少数股东权益46.57亿元）；2017年1~3月公司实现营业收入11.50亿元，利润总额1.32亿元。

2. 资产质量

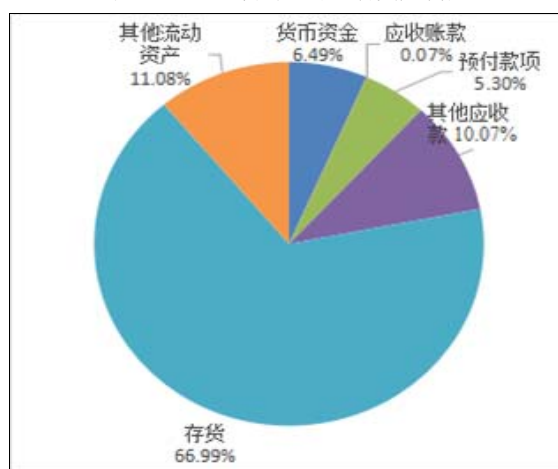
2014~2016年，公司资产总额快速增长，年均复合增长24.02%。截至2016年底，公司资产规模达总额582.05亿元，同比增长25.23%，主要系预付款项、其他应收款、其他流动资产及投资性房地产增长所致。公司资产

以流动资产（占81.52%）为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产快速增长，年均复合增长18.64%，主要系货币资金、预付款项、其他应收款及其他流动资产的增长。截至2016年底，公司流动资产合计474.52亿元，主要由存货（占66.99%）、其他应收款（占10.07%）、货币资金（占6.49%）、预付款项（占5.30%）及其他流动资产（占11.08%）等构成。

图3 2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金波动增长，年均复合增长69.76%。截至2016年底，公司货币资金30.82亿元，以银行存款为主（占99.06%），其余为少量库存现金和其他货币资金。截至2016年底，公司使用受限货币资金0.29亿元，主要为银行按揭贷款保证金存款和保函保证金存款。

2014~2016年，公司预付款项快速增长，年均复合增长92.03%。截至2016年底，公司预付款项25.14亿元，同比增长173.01%，主要系预付土地款增加，从预付款项账龄来看，账龄在1年以内的占比99.99%。

2014~2016年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长145.15%。截至2016年底，公司其他应收款47.79亿元，较2015年底增加40.10亿元，主要为待合作项目公司支付的大量土地出让金，包括为上海宝山地块项目公司支付土

地出让金 25.46 亿元、为上海嘉定地块项目公司支付土地出让金 20.99 亿元；按账龄计提坏账准备的其他应收款账面余额 3.15 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 26.93%、1~2 年的占 9.81%，2~3 年的占 24.35%、3 年以上的占 38.91%。

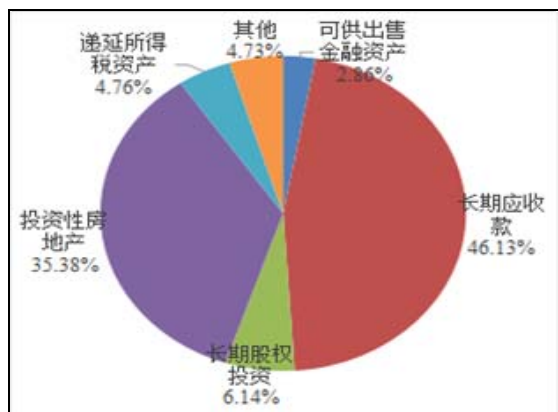
2014~2016 年，公司存货规模有所波动，年均复合增长 2.31%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 317.88 亿元，同比下降 5.05%。从存货构成上看，主要为开发成本（占 72.64%）和开发产品（占 27.36%）。由于原材料价格上涨，公司转回存货跌价准备 0.71 亿元；公司 2016 年对开发产品计提存货跌价准备 0.76 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动资产波动幅度较大，三年分别为 7.21 亿元、7.18 亿元和 52.58 亿元。截至 2016 年底，公司其他流动资产较 2015 年增加 45.40 亿元，系公司新增了 44.81 亿元的理财产品。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 61.35%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 107.54 亿元，较上年底增长 70.56%，主要系投资性房地产和长期应收款增加所致；公司非流动资产主要由长期应收款（占 46.13%）、投资性房地产（占 35.38%）、长期股权投资（占 6.14%）和递延所得税资产（占 4.76%）等构成。

图 4 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长24.10%。截至2015年底，公司新增可供出售金融资产2.15亿元，其中2亿元为公司子公司禾山公司认购的“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）次级部分；0.15亿元为下属子公司认购信托业保障基金。截至2016年底，公司可供出售金融资产3.08亿元，同比增长43.26%，系可供出售权益工具的增加，主要包括对宁波中金祺兴股权投资中心（有限合伙）0.50亿元以及天津君联鲲鹏企业管理咨询合伙企业（有限合伙）0.50亿元的投资。

2014~2016年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长41.59%。截至2016年底，公司长期应收款49.60亿元，较2015年底增长37.24%，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。

截至2016年底，公司长期股权投资6.60亿元，均为对联营企业的投资，被投资单位包括杭州绿城凤起置业有限公司、上海兆承房地产开发有限公司、厦门建发家居有限公司、厦门建发优客会网络科技有限公司、厦门建发星汇电竞体育产业有限公司、上海众承房地产开发有限公司、J-Bridge Investment Co., Ltd。

公司投资性房地产以成本法计量。2014~2016年，公司投资性房地产分别为9.18亿元、16.18亿元和38.04亿元，2016年大幅增长主要系厦门湾悦城商业及酒店项目和南平悦城中心商业项目完工并对外出租，由存货科目转入投资性房地产。2016年底，公司投资性房地产中未办妥产权证书的账面价值29.42亿元，产权证书正在办理中。

截至2017年3月底，公司资产总额601.96亿元，较2016年底增长3.42%，主要系其他应收款和存货的增长。其中流动资产占80.94%，非流动资产占19.06%，构成较2016年底变化不大。截至2017年3月底，其他应收款76.08亿元，较2016年底增加28.29亿元，主要系公司2016年合

作项目增加，对联营合作项目公司投入的前期股东借款；截至2017年3月底，公司存货351.50亿元，较2016年底增长10.58%，主要系开发成本的增加；截至2017年3月底，公司长期股权投资10.08亿元，较2016年底增加3.48亿元，主要系对南京荟宏置业有限公司3.43亿元的投资。

截至2017年3月底，公司受限资产账面价值合计204.69亿元，占期末资产总额的34.00%，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，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益构成

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长34.51%，截至2016年底，公司所有者权益150.03亿元，同比增长26.85%，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68.76%，少数所有者权益占31.24%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占19.39%，资本公积占0.86%，盈余公积占7.96%，未分配利润占71.94%，其他综合收益占-0.14%。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计150.18亿元（含少数股东权益46.57亿元），较2016年底变化不大；归属于母公司所有者权益中，实收资本占19.30%、盈余公积占7.92%和未分配利润占72.16%，构成较2016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

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均复合增长20.91%，三年分别为295.52亿元、346.50亿元和432.02亿元，2016年底公司负债总额同比增长24.68%，主要来自应付账款、长期借款及应付债券的增加。其中流动负债和非流动负债分别占60.90%和39.10%。

流动负债

2014~2016年，公司流动负债快速增长，年均复合增长21.39%。截至2016年底，公司流动负债为263.09亿元，较2015年底增长12.28%；公司流动负债以应付账款（占18.21%）、预收款项（占41.75%）、其他应付款（占20.83%）和一年内到期的非流动负债（占13.22%）为主。

2014~2016年，公司短期借款波动下降，年均复合下降87.63%，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。截至2016年底，公司短期借款为0.16亿元。

2014~2016年，随着新增土地储备和施工面积的大幅增加，公司应付账款年均复合增长57.15%；截至2016年底，公司应付账款为47.91亿元，较2015年底大幅增长92.96%，主要为应付开发成本款（占98.89%）。

2014~2016年，公司预收款项波动上升，年均复合增长13.98%。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2016年底，公司预收款项109.84亿元，其中预收购房款占90.27%、预收安置房补价款占9.03%。

2014~2016年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长20.33%，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2016年底，公司其他应付款54.81亿元，较2015年底增长21.91%，主要系预提税金及费用和单位往来款的的增长所致，其中预提税金及费用（占63.07%）、单位往

来款（占24.72%）。

表 7 2016 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	5.39
富力房地产开发有限公司	2.55	4.65
厦门富业天成房地产有限公司	1.54	2.80
深圳市中执集团有限公司	1.50	2.74
苏州安泰成长投资发展有限公司	0.87	1.58
合计	9.42	17.16

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 46.26%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 34.79 亿元，主要由一年内到期的长期借款（占 91.38%）、应付债券（占 2.87%）和长期应付款（占 5.75%）构成；其中一年以内到期的应付债券为 2009 年建发房地产集团有限公司债券和 2013 年建发房地产集团有限公司债券，年末余额分别为 6.30 亿元和 1.00 亿元。

非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 20.17%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 168.93 亿元，较 2015 年底增长 50.57%，系长期借款和应付债券的增长；公司非流动负债以长期借款（占 62.30%）、应付债券（占 32.09%）和长期应付款（占 4.44%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 6.93%。截至 2016 年底，公司长期借款合计 105.25 亿元，较 2015 年底增长 21.62%，主要由抵、质押借款（占 56.54%）和保证借款（占 71.00%）构成。

2014~2016 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 119.54%。2016 年，公司新发行建发房地产集团有限公司 2016 年度第一期中期票据（以下简称“16 建发地产 MTN001”）11.50 亿元、建发房地产集团有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第一期）（以下简称“16 建房 01 债”）15.00 亿元、建发房地产集团有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第二期）（以

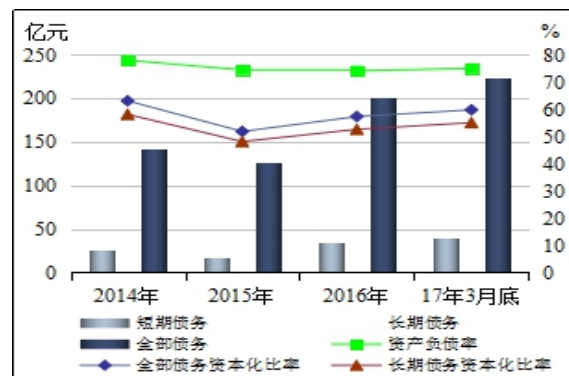
下简称“16 建房 02 债”）15.00 亿元，致使 2016 年公司应付债券余额 54.21 亿元，较 2015 年底增加 40.31 亿元。

公司长期应付款为下属子公司于 2014 年发行的后埔-枋湖片区旧村改造收益权专项资产支持证券优先级和次级，相关分析将其纳入有息债务核算；截至 2016 年底，公司长期应付款 7.50 亿元，较 2015 年底减少 2.00 亿元，系 2.00 亿元次级资产支持证券将于一年内到期重分类为一年内到期的非流动负债。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 451.77 亿元，较 2016 年底增长 4.57%；截至 2017 年 3 月底，公司预收款项 125.86 亿元，较 2016 年底增加 16.02 亿元，主要系预收购房款增加所致；截至 2017 年 3 月底，公司长期借款 122.80 亿元，较 2016 年底增加 17.55 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。截至 2017 年 3 月底，公司流动负债和非流动负债分别占 58.72%和 41.28%，构成较 2016 年底变动不大。

有息债务方面，考虑计入长期应付款中的有息部分，2014~2016 年，公司调整后全部债务年均复合增长 19.17%。截至 2016 年底，公司调整后全部债务 201.91 亿元，同比增长 58.30%；其中短期债务占 17.31%，调整后长期债务占 82.69%。截至 2016 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 74.22%、57.37%和 52.67%，三年平均值分别为 75.10%、56.88%和 52.42%。

图 5 公司债务结构及负债



资料来源：公司财务报表

截至2017年3月底，考虑计入长期应付款中的有息部分，公司调整后全部债务223.94亿元，较2016年底增长10.91%；资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为75.05%、59.86%和55.13%，公司整体债务负担有所加重。

总体看，近年受长期借款及应付债券增加的影响，公司负债总额快速增长，有息债务规模持续扩大，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；2014~2016年公司营业收入年均复合增长27.93%。2016年，公司实现营业收入204.14亿元，较2015年底增长42.70%，其中房地产销售收入199.36亿元（占营业收入的97.66%），同比增长42.52%；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，年均复合增长40.33%，2016年发生营业成本155.77亿元，同比增长90.96%，高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24.38%；2016年公司期间费用为8.51亿元，同比增长9.94%，占营业收入的4.17%。总体看，公司期间费用控制能力较强。

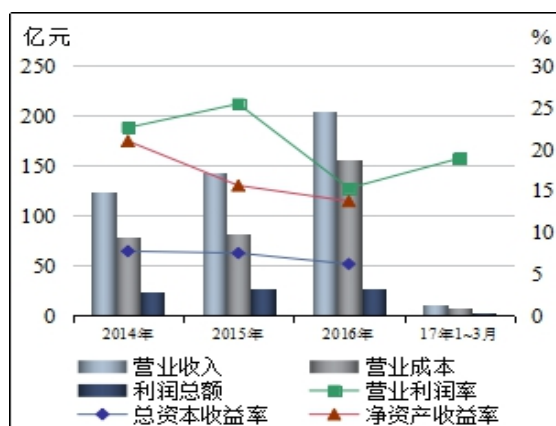
2014~2016年，公司资产减值损失分别为-1.31亿元、1.97亿元和-0.28亿元，主要为坏账损失和存货跌价损失。

非经常性损益方面，2014~2016年，公司分别实现投资收益0.14亿元、0.35亿元和4.32亿元，2016年投资收益较2015年增加3.97亿元，主要系处置长期股权投资产生的收益。2014~2016年，公司营业外收入分别为0.19亿

元、0.36亿元和0.54亿元。非经常性损益对公司利润总额的贡献不大。

2014~2016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复合增长6.50%和7.22%，2016年分别为27.38亿元和27.83亿元。

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，2014~2016年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率持续下降，上述指标三年平均值分别为19.82%、6.92%和15.77%；2016年上述指标分别为15.32%、6.35%和13.77%，营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均较2015年有所下降。

2017年1~3月，公司实现营业收入11.50亿元，同比增长6.88%；公司实现利润总额1.32亿元，同比下降16.46%。营业利润率为18.90%，较2016年相比增加3.58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

回笼规模波动上升，销售商品、提供劳务收到的现金年均复合增长21.42%。2016年，公司销售商品、提供劳务收到的现金183.16亿元，较2015年小幅下降3.68%。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67.23%，2016年，公司收到其他与经营活动有关的现金107.48亿元，较2015年底增长104.79%，系公司收到的母公司建发股份以及建发集团的临时项目周转资金及收到的押金、保证金返还增长所致。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26.24%，2016年，公司购买商品、接受劳务支付的现金流出192.82亿元，较2015年大幅上升68.96%，主要系2016年公司通过竞拍或并购等方式获得的土地较2015年增加较多，且土地价格上升导致土地出让金有一定程度的增长；公司支付其他与经营活动有关的现金波动幅度较大，年均复合增长2.33%，2016年支付其他与经营活动有关的现金76.38亿元，较2015年底增长23.66%。2014~2016年，公司经营产生的现金流量净额分别为-56.94亿元、37.97亿元和-15.26亿元。

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，2014~2016年，公司现金收入比分别为99.61%、132.93%和89.72%，三年平均值为104.66%。

从投资活动来看，2014~2016年，公司投资活动现金流入量分别为0.24亿元、0.88亿元和6.25亿元，2016年公司投资活动现金流入较2015年增加5.37亿元，主要系公司处置子公司上海兆御投资发展有限公司股权所致。2014~2016年，公司投资活动现金流出波动增长，三年分别为5.44亿元、0.38亿元和85.85亿元，2016年投资活动现金流出主要包括投资支付的现金53.70亿元和支付其他与投资活动有关的现金30.34亿元，2016年投资活动现金流出较2015年大幅增长主要系公司2016年联营及合

营项目增多，支付了大量投资款。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-5.19亿、0.50亿元和-79.60亿元。

2014~2016年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-62.14亿元、38.47亿元和-94.86亿元。筹资活动现金流方面，2014~2016年，公司筹资规模波动增长，筹资活动现金流入量年均复合增长30.42%。2016年筹资活动现金流入量为147.36亿元，主要为吸收投资、取得借款和发行债券收到的现金，分别为32.11亿元、73.76亿元和41.34亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务、分配股利、利润或偿付利息和支付其他与筹资活动有关的现金，分别为34.96亿元、13.22亿元和16.23亿元。2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为35.41亿元、-6.82亿元和82.94亿元。

2017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-50.09亿元、30.75亿元和23.03亿元。2017年1~3月公司投资活动现金流量净额大幅增长至正值，主要系公司收回45亿元的理财产品所致。同期，公司现金收入比为241.47%，较2016年底大幅提升169.14个百分点，收现质量提升较快。

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拿地规模增长的影响，近年来波动较大。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，近三年公司流动比率和速动比率平均值分别为179.38%和42.08%，2016年底分别为180.36%和59.54%，均较2015年底有所增长；截至2017年3月底，上述指标分别为183.67%和51.17%，速动比率较

2016年底有所下降。近三年公司经营现金流动负债比分别为-31.90%、16.21%和-5.80%。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24.59亿、28.38亿元和30.13亿元。2014~2016年，公司EBITDA利息倍数分别为2.26倍、3.36倍和3.59倍；调整后全部债务/EBITDA分别为5.78倍、4.49倍和6.70倍。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至2017年3月底，公司在多家银行获得授信总额为241.09亿元，已使用额度为187.13亿元，尚未使用额度为53.96亿元。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，具有直接融资渠道。总体看，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年底，公司及下属子公司承担上述阶段性担保金额为人民币157.08亿元，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2017年10月10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，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10亿元，占2017年3月底公司调整后长期债务的5.42%、调整后全部债务的4.47%。本期中期票据的发行对公司现有债务规模有影响不大。

截至2017年3月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为75.05%、59.86%和55.13%。以2017年3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、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至75.46%、60.90%和56.43%，公司债务负担略有上升。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据拟募集资金10亿元，期限5+N年，于公司赎回前长期存续。2014~2016年，公司经营活动产生的现金流入量分别为162.68亿元、242.64亿元和290.64亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的16.27倍、24.26倍和29.06倍；经营性净现金流分别为-56.94亿元、37.97亿元和-15.26亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的-5.69倍、3.80倍和-1.53倍；公司EBITDA分别为24.59亿元、28.38亿元和30.13亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的2.46倍、2.84倍和3.01倍。总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力较强。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

总体看，本期中期票据到期不能付息或赎回本金的风险极低，安全性极高。

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“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，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2017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%。厦门国资委持有建发集团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，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2016年底，建发股份合并资产总额1264.25亿元，所有者权益合计326.29亿元（其中少数股东权益111.08亿元）。2016年建发股份实现营业收入1455.91亿元，利润总额52.93亿元。

截至2017年3月底，建发股份合并资产总额1494.09亿元，所有者权益合计335.57亿元（其中少数股东权益116.50亿元）。2017年1~3月，建发股份实现营业收入389.88亿元，利润总额6.54亿元。

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。

2014~2016年，建发股份EBITDA分别为52.15亿元、56.20亿元和73.05亿元，分别为本期中期票据本金的5.22倍、5.62倍和7.31倍；2014~2016年，建发股份经营活动产生的现金流入量分别为1310.17亿元、1397.12亿元和1748.51亿元，分别为本期中期票据本金的131.02倍、139.71倍和174.85倍；近三年，建发股份经营活动现金流量净额分别为-4.72亿元、57.77亿元和-48.40亿元，分别为本期中期票据本金的-0.47倍、5.78倍和-4.84倍。整体看，建发股份经营活动现金流入量及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，债务负担较重，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。

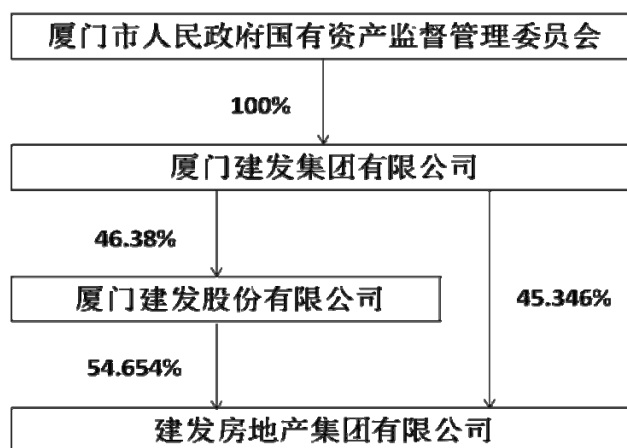
本期中期票据对公司现有债务规模有一定的影响，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力较强。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

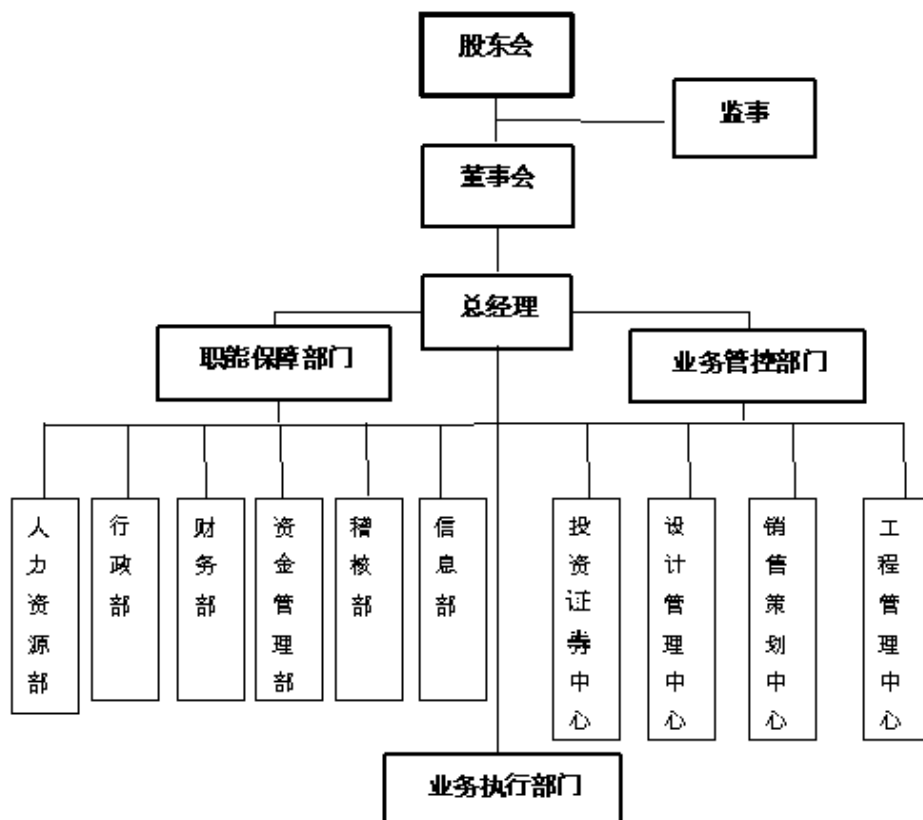
本期中期票据由厦门建发股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，建发股份担保实力很强，其担保显著提升了本期中期票据偿付的安全性。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.69	42.41	30.82	35.10
资产总额(亿元)	378.44	464.78	582.05	601.96
所有者权益(亿元)	82.92	118.27	150.03	150.18
短期债务(亿元)	26.87	17.60	34.95	39.42
长期债务(亿元)	103.30	100.45	159.46	177.02
全部债务(亿元)	130.17	118.05	194.41	216.44
调整后全部债务(亿元)	142.17	127.55	201.91	223.94
营业收入(亿元)	124.74	143.06	204.14	11.50
利润总额(亿元)	24.21	27.35	27.83	1.32
EBITDA(亿元)	24.59	28.38	30.13	--
经营性净现金流(亿元)	-56.94	37.97	-15.26	-50.09
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.35	238.14	534.06	--
存货周转次数(次)	0.30	0.26	0.48	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.34	0.39	--
现金收入比(%)	99.61	132.93	89.72	241.47
营业利润率(%)	22.60	25.46	15.32	18.90
总资本收益率(%)	8.19	7.83	6.35	--
净资产收益率(%)	20.99	15.64	13.77	--
长期债务资本化比率(%)	55.47	45.93	51.52	54.10
调整后长期债务资本化比率(%)	58.17	48.18	52.67	55.13
全部债务资本化比率(%)	61.09	49.95	56.44	59.04
调整后全部债务资本化比率(%)	63.16	51.89	57.37	59.86
资产负债率(%)	78.09	74.55	74.22	75.05
流动比率(%)	188.83	171.45	180.36	183.67
速动比率(%)	18.72	28.57	59.54	51.17
经营现金流动负债比(%)	-31.90	16.21	-5.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.26	3.36	3.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.29	3.99	6.45	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	5.78	4.49	6.70	--

注：1、2017 年一季度财务报表未经审计；2、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”计入调整后的长期债务和全部债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

建发房地产集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对建发房地产集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现建发房地产集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对建发房地产集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如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建发房地产集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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